



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION DE POLITICA MONETARIA N° 57
Celebrada el 8 de enero de 2004

En Santiago de Chile, a 8 de enero de 2004, siendo las 16,00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Vittorio Corbo Lioi y con la asistencia del Vicepresidente don José De Gregorio Rebeco y de los Consejeros señora María Elena Ovalle Molina, señor Jorge Desormeaux Jiménez y señor Manuel Marfán Lewis.

Asiste el señor Ministro de Hacienda, don Nicolás Eyzaguirre Guzmán.

Asisten también los señores:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;
Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Jorge Court Larenas;
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;
Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera Barriga;
Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic Marinovic;
Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva;
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;
Gerente de Información e Investigación Estadística, don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente de Comunicaciones Institucionales, don Eduardo Arriagada Cardini;
Secretaria Ejecutiva del Gabinete de la Presidencia, doña Cecilia Feliú Carrizo;
Jefe de Prosecretaría, doña Cecilia Navarro García.

Se encuentra también presente, especialmente invitada, la Asesora Macroeconómica del Ministerio de Hacienda, señora Bernardita Piedrabuena Keymer.

I. Resolución sobre Proyecto de Acta correspondiente a la Sesión N° 56, celebrada 11 de diciembre de 2003.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo el Proyecto de Acta correspondiente a la Sesión N° 56, celebrada el 11 de diciembre de 2003, cuya versión final se aprueba sin observaciones.

II. Resolución sobre Minuta correspondiente a la Sesión N° 56, celebrada el 11 de diciembre de 2003.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo la Minuta correspondiente a la Sesión N° 56, celebrada el 11 de diciembre de 2003, la que se aprueba sin observaciones.

III. Fecha Sesión de Política Monetaria del mes de julio de 2004.

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de julio de 2004, para el jueves 8 de ese mes.

IV. Exposición.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García, señala lo siguiente:

SÍNTESIS DEL MES

En los últimos meses se produjo una caída significativa e inesperada de la inflación debido a presiones de costos sorpresivamente menores. Estas se manifestaron, en primer lugar, en la apreciación del peso, que ha tenido efectos directos e indirectos en la evolución de los precios de la economía y que ha hecho caer la inflación del IPC, medida en doce meses a diciembre, en cerca de un punto porcentual. En segundo lugar, en la reducción de algunos precios específicos, como los alimentos no perecibles, por ganancias de eficiencia y/o mayores grados de competencia en el comercio, contribuyendo entre medio y un punto porcentual a la menor inflación en doce meses. Debido a la inercia del proceso inflacionario en Chile y a la revisión a la baja de las expectativas inflacionarias, las sorpresas anteriores provocaron además una importante caída de la inflación proyectada para los próximos dos años.

En el ámbito internacional también se han visto novedades relevantes. El dólar se ha depreciado de forma pronunciada con relación a las principales monedas. También el crecimiento de Estados Unidos sigue tomando fuerza, al igual que en los países emergentes de Asia, mientras en Japón se aprecian los efectos de la recuperación de la economía mundial. Las condiciones financieras globales han mejorado en algo, y como resultado de todo lo anterior las perspectivas para el crecimiento de la economía mundial durante 2004 mejoran, alcanzando las mayores tasas desde el año 2000. El precio del cobre, por su parte, ha mostrado un importante repunte, ubicándose en las últimas semanas por sobre US\$1 por libra, apoyado por la recuperación de la economía mundial y la depreciación internacional del dólar.

Estos cambios del entorno internacional que enfrenta la economía chilena, junto con perspectivas privadas internas y laborales más favorables, el repunte del consumo privado, el dinamismo de los créditos a las personas y la actual política monetaria expansiva, permiten anticipar para este año un crecimiento de la actividad económica y el gasto mayor que el estimado en el *Informe* anterior. Por este factor es esperable que las holguras de capacidad se reduzcan de manera algo más rápida que la prevista hace unos meses.

Con todo, a fin de disminuir los riesgos de que la inflación se ubique por debajo de la meta por un tiempo indeseablemente prolongado, postergando la convergencia de la inflación a 3% en el horizonte habitual de política, el Consejo del Banco Central estimó conveniente reducir la tasa de interés de política en diciembre, incrementando el ya marcado impulso monetario previo. Este mayor grado de expansividad, junto con ritmos de crecimiento mayores para la actividad y el gasto, y al compromiso del Banco Central de utilizar sus políticas para cumplir con las metas establecidas, facilitan la tarea de encauzar la inflación de manera que ésta vuelva al centro del rango meta de 2 a 4% a fines del horizonte de proyección.

En lo más reciente, se ha observado un mayor crecimiento tanto en EE.UU. como en Japón y Asia emergente, junto con un panorama más auspicioso para la zona euro. Particularmente en EE.UU., el ritmo de crecimiento de la actividad y la productividad ha sorprendido, observándose también un mayor dinamismo en Japón. Junto con este mejor desempeño se ha visto una marcada depreciación del dólar respecto de las principales monedas del mundo. Esto ha apoyado el fortalecimiento de los precios de las materias primas, y es por ahora coherente con el ajuste gradual esperado del déficit de cuenta corriente de EE.UU. Una contrapartida del menor financiamiento privado de este déficit ha sido el repunte de los flujos de capitales hacia economías emergentes, en particular las de Asia emergente y América Latina. Este repunte es más intenso que el observado algunos trimestres atrás. La mejor perspectiva de flujos también se ha traducido en una disminución de los *spreads* soberanos de las economías emergentes desde mediados de 2003, adicional a la observada con anterioridad. Las reducidas tasas de interés de largo plazo en las principales economías indican que se espera que el favorable impulso monetario a nivel global continúe durante este año, mientras persista la ausencia de presiones inflacionarias relevantes y las holguras que todavía se observan en diversos países.



Uno de los aspectos más sobresalientes del escenario externo ha sido el mejoramiento en los términos de intercambio observado durante la última parte del año 2003, en particular el aumento del precio del cobre y otros productos de exportación. Por un lado, el mayor precio del cobre refleja la evolución de la macroeconomía global, particularmente el repunte de la actividad en zonas económicas como Asia y otros grandes demandantes de recursos naturales, y el debilitamiento del dólar frente a las principales monedas. Por otro, luego de las incertidumbres ocurridas durante el primer semestre de 2003, el precio del petróleo *Brent* se ha ubicado, con la volatilidad habitual, dentro de lo previsto hace unos meses, esperándose una reducción gradual en 2004 y 2005. En este escenario, en la actualidad se anticipa para este año un incremento de los términos de intercambio de algo más de 9% respecto del promedio del 2003.

No obstante estos hechos positivos, persisten los riesgos de que un ajuste adicional más intenso de la paridad del dólar en los mercados internacionales dé como resultado una caída en los flujos de financiamiento del abultado déficit en cuenta corriente de EE.UU. Adicionalmente, la persistencia de un desequilibrio presupuestario en esta economía podría adelantar las presiones al alza de las tasas de interés de corto y largo plazo en dólares, introduciendo eventualmente grados de inestabilidad financiera en los mercados desarrollados y emergentes. Por el lado positivo, es posible que se consolide un mayor dinamismo en la economía mundial, con consecuencias favorables para la actividad y el gasto internos. En América Latina, en tanto, economías relevantes aún enfrentan desafíos importantes en los ámbitos de reformas estructurales y financieras, las que son necesarias para asegurar condiciones financieras saludables y lograr un ritmo de crecimiento sostenido. Finalmente, el riesgo de atentados terroristas en el mundo occidental sigue latente.

En Chile, las condiciones monetarias y crediticias continúan siendo expansivas, lo que se aprecia especialmente en los créditos a personas. Por espacio de más de un año el crédito de consumo crece a tasas de dos dígitos, gracias al menor riesgo de los sujetos de crédito, niveles de rentabilidad elevados en este segmento y un incremento de la competencia en el sistema, apoyado por la entrada de nuevos actores. El crédito de vivienda sigue mostrando tasas de interés reducidas y una expansión importante de los volúmenes. En contraste, las colocaciones a las empresas se mantienen planas, lo que sería atribuible a factores de demanda. Por un lado, la emisión de bonos corporativos se ha constituido en una fuente de financiamiento a la que recurren cada vez más las empresas de mayor tamaño. Por otro, la formación bruta de capital, más allá de los sectores asociados a la edificación, no muestra aún un repunte apreciable, mientras que el bajo dinamismo del crédito a empresas se aprecia en todos los segmentos.

En la actualidad, el mercado espera que el impulso monetario persista por más tiempo del que se anticipaba hace solo algunos meses, antes de las sorpresas en el plano inflacionario y la reducción de la Tasa de Interés de Política Monetaria (TPM) de diciembre. Hoy la trayectoria de tasas de interés que se deduce de la estructura de mercado se ubica, en promedio, prácticamente 100 puntos base por debajo de la observada en septiembre. Ello es congruente con la importante caída de las tasas de interés de los documentos nominales de mediano plazo del Banco Central. Por su parte, las tasas de interés reajustables de mediano plazo se han mantenido relativamente estables, en línea con las perspectivas de mayor crecimiento para los próximos años.

El esquema de flotación, en un contexto de cuentas fiscales ordenadas y credibilidad de la meta de inflación, permite que el tipo de cambio se ajuste frente a modificaciones en las perspectivas internas y externas de la economía chilena, lo que se ha apreciado en episodios de diversa naturaleza durante los años recientes. Por ello, los cambios en el escenario externo respecto del *Informe* de septiembre, en particular la debilidad del dólar con respecto a las principales monedas, a lo que se agregan los mejores términos de intercambio y condiciones financieras más estables después de las turbulencias observadas entre fines de 2001 y fines de 2002, pueden explicar buena parte de la apreciación real del peso desde esa fecha. Aunque ésta ha sido más marcada en términos bilaterales con respecto al dólar estadounidense, también ha ocurrido en términos multilaterales. En particular, el tipo de cambio real, que considera el conjunto de socios comerciales de Chile, en diciembre se ubicó 13% por debajo de su nivel máximo mensual en marzo del 2003, volviendo a niveles promedio observados durante el año 2001, los que resultan del orden de 10% superiores a los promedios registrados en el



2000. Aunque una parte de los vaivenes del valor real del peso se asocia a la trayectoria del dólar en los mercados externos, el tipo de cambio real excluyendo el dólar se ubicó en 2 y 11% por sobre los niveles observados en diciembre de 2000 y de 2001, respectivamente. En las proyecciones de este *Informe*, se utiliza el supuesto metodológico de que el tipo de cambio real se mantendrá en torno a los niveles promedio alcanzados en la última semana previa al cierre de este *Informe*.

Luego de una leve desaceleración a fines del primer semestre del 2003, el consumo privado de bienes durables ha recuperado un importante dinamismo. Detrás de ello está la mejora en el mercado laboral, la recuperación de la confianza de los hogares y el incremento de los créditos de consumo. Así, el mencionado debilitamiento del consumo parece haber estado vinculado a las incertidumbres que rodearon el conflicto bélico en Irak y al impacto del incremento del precio de los combustibles y algunas tarifas —como la de la locomoción colectiva— sobre el ingreso real de las familias. Al despejarse estos elementos, se ha otorgado un mayor impulso a este componente del gasto privado. En la medida en que variables externas, como el precio del petróleo, e internas, como el empleo, continúen siendo favorables, es posible esperar que el consumo privado —durable y habitual— presente en 2004 y 2005 tasas de crecimiento superiores a las de años recientes.

En el mercado laboral las noticias son positivas. Aunque el fuerte repunte del empleo del primer semestre se vio afectado en parte por factores transitorios vinculados a un incremento de la fuerza de trabajo femenina y del empleo por cuenta propia, la información más reciente da cuenta de un mayor dinamismo del empleo asalariado y una caída significativa de la tasa de desocupación, la que se ubica en su nivel más bajo de los últimos cinco años. Además, la trayectoria del indicador de vacantes, elaborado a partir de información de ofertas de empleo en periódicos, augura que la creación de empleo asalariado continuaría fortaleciéndose en los próximos trimestres.

Al contrario del consumo, y con la excepción de la edificación habitacional, la formación bruta de capital no continuó con el repunte que se apreciaba el segundo trimestre del año pasado, mostrando un rezago que parece ser mayor al observado en otros ciclos de la economía chilena. En particular, la acumulación de capital en maquinaria y equipos ha sido sorprendentemente reducida, en relación con las favorables condiciones financieras internas y externas y el afianzamiento de mejores perspectivas de crecimiento de la actividad. En general, este componente de la demanda interna ha sido uno de los más sensibles a los cambios en las percepciones privadas y en las posibilidades de financiamiento, por lo que su aletargamiento reciente es algo anómalo. En todo caso, se estima que, de mantenerse las buenas condiciones actuales, este segmento de la demanda interna tendría un repunte más intenso en el curso del primer semestre de 2004.

El escenario fiscal de corto plazo ha estado en línea con lo esperado en septiembre. El logro de la meta de superávit estructural para 2003 se alcanzó gracias a diversos ajustes por el lado del gasto y al incremento del IVA. La discusión presupuestaria de la ley de presupuestos de 2004 también se enmarcó dentro de esta regla. La evolución reciente del precio del cobre —por sobre la considerada— y de la inflación efectiva —por debajo de lo estimado— provocarán efectos de signo contrapuesto en el balance fiscal convencional. En todo caso, las proyecciones contenidas en este *Informe* suponen que se cumplirá la meta contenida en la regla de superávit estructural.

Los antecedentes relativos al escenario internacional, las perspectivas privadas y el mercado laboral, así como la marcada expansividad actual de la política monetaria, son coherentes con ritmos de expansión de la actividad y el gasto interno mayores que los estimados en el *Informe* de septiembre. El Consejo prevé que el crecimiento de la actividad alcanzará tasas de expansión en un rango entre 4,5 y 5,5% durante 2004. El repunte de los términos de intercambio, junto con la trayectoria del tipo de cambio real en torno a los niveles actuales, las mejores perspectivas de flujos de capitales a las economías emergentes en general, y expectativas de una expansión del gasto interno entre 1 y 2 puntos porcentuales por sobre el crecimiento del PIB, son congruentes con una cuenta corriente algo más deficitaria que la prevista en septiembre, con saldos por sobre 1% del PIB anual promedio en los años 2004 y 2005, con un déficit mayor en 2005.



Este escenario de crecimiento es mayor que el presentado en el último *Informe*, cuando se preveía que la expansión de la actividad se ubicaría entre 4 y 5% este año. Las proyecciones del sector privado también cambiaron desde septiembre pasado, revelando un incremento para el año 2004. Según la encuesta de expectativas económicas del Banco Central, las proyecciones de crecimiento para este año aumentaron desde una mediana esperada de 4,2% en septiembre a 4,5% en enero, pasando de 4,6 a 5,0% para 2005 entre iguales meses. En tanto, las estimaciones de *Consensus Forecasts* aumentaron desde 4,3 a 4,6% para este año.

En el escenario central de actividad, dado un crecimiento de tendencia que se estima entre 3,5 y 4% para el año 2004, las holguras de capacidad tenderán a cerrarse de manera algo más rápida que lo anticipado, siendo éste un elemento importante dentro de la trayectoria prevista de los precios. Más allá de las condiciones de demanda y oferta, en la actualidad se estima que el efecto de las sorpresas por el lado de los costos tendrá una duración considerable, en parte por la magnitud de los cambios en estas variables, pero también asociado a la mayor competencia y eficiencia que se observa en diversos ámbitos del comercio, lo que permite una trayectoria de márgenes con efectos menores en los precios. Además, la evidencia comparada de los márgenes operacionales del comercio, muestra que en Chile, en la actualidad, éstos se ubican hoy muy por debajo de lo observado en otros mercados.

La rápida apreciación del peso ha tenido un significativo impacto directo en la trayectoria de la inflación, principalmente —aunque no sólo— por su incidencia en el precio de los combustibles en el mercado interno y la operación de cláusulas de reajustabilidad automática en diversas tarifas reguladas, como la locomoción colectiva y los servicios básicos de los hogares. Se estima que la apreciación del peso desde septiembre a la fecha afectó en cerca de un punto porcentual la trayectoria de la inflación en doce meses del IPC a diciembre. Estos antecedentes continuarán incidiendo en la inflación en doce meses del IPC en el corto plazo, sumándose además para mediados del primer semestre de este año cerca de tres puntos porcentuales de menor inflación por la comparación con fines del primer trimestre de 2003, cuando tomaba curso la guerra en Irak y el precio del petróleo y de sus derivados subían fuertemente. En su conjunto, estos factores hacen previsible que la inflación en doce meses se ubique en valores negativos por espacio de algunos meses durante el primer semestre del presente año, acercándose al centro del rango meta hacia fines del horizonte de proyección.

De esta manera, aunque la ocurrencia de cifras negativas para la inflación en doce meses se estima como un fenómeno básicamente coyuntural, se espera que ello reduzca por un tiempo el crecimiento de los salarios nominales. Por otra parte, el menor crecimiento de la productividad del trabajo, que en algún momento provocó preocupación por su eventual impacto en los costos y en la inflación, se ha revertido, especialmente en el sector industrial. Así, en el escenario de mediano plazo no se aprecian mayores presiones de costos laborales unitarios por el lado del sector privado. El acotado reajuste del sector público de fines de 2003 consideró de manera adecuada el cambio de escenario de inflación y, a la vez, contribuye de manera importante a moderar las presiones inflacionarias de mediano plazo.

Adicionalmente, se han producido novedades en los precios de algunos grupos de productos específicos, donde las ganancias de eficiencia en las cadenas de producción y distribución y mayores grados de competencia en la venta al detalle han permitido reducir costos y bajar precios. Este aspecto, que ha incidido entre medio punto y un punto porcentual en la menor inflación observada en meses recientes, sumado a la trayectoria cambiaria reciente, introduce un grado de persistencia mayor en la caída de la inflación de los últimos trimestres, la que no estaba contemplada en proyecciones previas. En efecto, los mayores precios que respondían a la presión por mayores márgenes del comercio eran un elemento que subyacía en las trayectorias de inflación proyectadas en *Informes* anteriores, elemento que parece haber sido acomodado, en parte, gracias a los menores costos y las ganancias de eficiencia mencionadas.

Así, para evaluar la trayectoria de la inflación en el escenario más probable, el Consejo estima que las principales sorpresas han estado por el lado de los costos importados y la evidencia de descompresión de márgenes gracias a mayor competencia y eficiencia. Estos aspectos, por su magnitud, han introducido un efecto relevante en la inflación en doce meses, el que se apreciará sobre todo en el corto plazo. Por el contrario, las noticias en el ámbito de las brechas de capacidad y de empleo, aunque apuntan en la dirección de mayores presiones, son



aspectos que operan con un mayor rezago y son cuantitativamente más importantes, tendiendo a persistir en el tiempo.

Lo anterior configura un cuadro donde la reducción de la inflación en doce meses sería esencialmente transitoria, aunque por un período algo más prolongado que el previsto. De hecho, la trayectoria de las medidas de inflación subyacente en doce meses es menos pronunciada, no previéndose cifras negativas. En particular, la inflación en doce meses del IPCX1, que excluye además de los precios de productos perecibles y combustibles una serie de tarifas y precios indizados, se ha mantenido estable en torno a 2%, y se espera que continúe en valores similares o algo inferiores antes de acercarse hacia el centro del rango meta a fines del 2004. Así, se estima que hacia fines del próximo año la inflación del IPC retornaría a cifras cercanas a 3%.

Más concretamente, suponiendo un escenario en que la actividad muestre un crecimiento en el rango planteado, se espera que a fines de este año la inflación del IPCX alcance a 2,7%, llegando a 3,2% a fines de 2005. La inflación subyacente promedio alcanzaría a 1,5% en el curso de este año y a 3,2% en los siguientes doce meses. En la medida que en el año 2004 el precio internacional del crudo se mantenga en torno a US\$27 por barril en promedio y luego disminuya a US\$24 por barril en 2005, la inflación anualizada del IPC se ubicaría en promedio en 0,7 y 2,7% en 2004 y 2005, respectivamente, alcanzando cifras, diciembre a diciembre de cada uno de estos años, de 2,0 y 3,0%. De esta manera, el efecto más fuerte de la apreciación del peso se observaría durante 2004, disipándose gradualmente en el curso del próximo año y siguientes. Además de que el efecto de la fortaleza del peso sobre los precios es de una sola vez, se estima que una parte de las caídas de los precios de alimentos no perecibles se revertirá gradualmente, mientras el principal impulso para que la inflación retorne al rango meta lo provee en la actualidad el cierre de brechas en un contexto en que el Banco Central está comprometido a usar sus políticas de manera de cumplir con la meta de inflación centrada en 3%.

Las expectativas privadas también indican cambios relevantes de la inflación esperada. Encuestas realizadas a mesas de dinero, tanto a uno como a dos años plazo, han presentado reducciones de la inflación esperada en los últimos meses, desde valores promedio cercanos a 3% en septiembre, hasta los actuales niveles de entre 1,5 y 2,5%. A su vez, el resultado de la encuesta de expectativas del Banco Central, señala que a un año plazo la inflación esperada ha caído desde 3,2% en septiembre a 2,0% en enero. A dos años, en tanto, las expectativas que se deducen de la encuesta se sitúan en 2,8%, por primera vez bajo el centro del rango meta, mientras que la inflación implícita, en un horizonte de 3 a 5 años, deducida a partir de los diferenciales de tasas entre documentos nominales y reajustables, se ubica por debajo de 2%.

En este sentido, las expectativas privadas han reaccionado con intensidad a las noticias de corto plazo, ubicando la inflación esperada por debajo del centro del rango meta en horizontes mayores que el habitual de política. Es importante destacar que el Banco Central descarta modificar la meta centrada en 3%, pues estima que ella permite acotar los riesgos de que *shocks* como los experimentados recientemente lleven a la inflación a valores negativos por períodos más prolongados que los que se prevén en la actualidad. Esta meta permite asimilar ajustes de precios relativos vinculados, por ejemplo, al incremento de la productividad en el largo plazo, sin forzar caídas de precios en sectores específicos, con sus negativas consecuencias sobre la actividad y la eficiencia de los ajustes sectoriales.

Las tendencias centrales contenidas en este *Informe* constituyen el escenario que se estima como más probable. Como es habitual, sin embargo, existen riesgos relevantes que configuran escenarios alternativos tanto para la inflación como para el crecimiento, los que constituyen el balance de riesgos para ambas variables.

En el ámbito internacional, los riesgos identificados con anterioridad persisten, en particular la eventualidad de una depreciación adicional importante del dólar en los mercados. A ello se añade la posibilidad de que las tasas de interés de largo plazo en dólares reaccionen a un escenario fiscal altamente deficitario y a una economía en franca expansión. Por el lado positivo, no se descarta un repunte más intenso de la economía mundial, que fortalezca aun más los precios de las materias primas, aunque ello también influiría en la trayectoria de las



tasas de interés. Escenarios como los descritos, que lleven a tasas de interés externas mayores, pondrían también afectar la recuperación de la región.

Internamente, persiste la posibilidad de que la esperada aceleración de la actividad siga un curso diferente del previsto y existe incertidumbre respecto de las trayectorias efectivas que seguirán los distintos indicadores de costos. La concreción de tasas de expansión de la actividad y del gasto crecientes en el tiempo, que permitan reducir las actuales holguras, sigue vinculado al afianzamiento del escenario externo y al impulso monetario. Los antecedentes más recientes, junto con la entrada en vigencia de los diversos tratados de libre comercio y la mantención de condiciones financieras favorables para Chile, permiten esperar un mejor panorama de mediano plazo. No se puede descartar, en todo caso, que la actividad interna responda de manera más intensa de lo previsto a la mejoría observada del escenario internacional, o que este último se consolide de manera más positiva para el crecimiento.

Adicionalmente, se estima que el bajo ritmo de crecimiento de la inversión en trimestres recientes es de carácter coyuntural, debido a la favorable evolución de los factores que la determinan. Sin embargo, no se descarta que esta situación persista en el tiempo e incida en un diagnóstico de un crecimiento efectivo y de tendencia menor al previsto, afectando la velocidad de cierre de las brechas y la trayectoria de la inflación.

Por el lado de la inflación, si la trayectoria de los salarios nominales no se acomoda al escenario de menor inflación que se observará en el corto plazo, la desaceleración de los costos laborales unitarios puede reducirse o incluso revertirse, poniendo algo más de presión a la inflación subyacente. Por otro lado, es posible que la caída de los precios de alimentos no perecibles sea más duradera, y/o que los márgenes sigan una trayectoria de menor descompresión, lo que reduciría las presiones de precios en el mediano plazo.

Con relación a los componentes importados de la inflación, el fortalecimiento reciente del peso ha provocado cambios persistentes en la inflación en doce meses, que se consideran, de todas maneras, como transitorios en la inflación mensual. Pero en un escenario de desviación mayor de las expectativas de inflación respecto del centro del rango meta, es posible que la inflación tarde más de lo previsto en retornar a 3%. También pueden darse escenarios de tipo de cambio distintos del previsto. En todo caso, no existe evidencia de que el traspaso de los movimientos del tipo de cambio a la inflación difiera de lo experimentado en años recientes. Finalmente, aunque escenarios para el precio del crudo distintos del considerado en el escenario central de este *Informe* parecen probables, su impacto en la trayectoria de mediano plazo de la inflación en Chile sería acotado.

En su conjunto, se estima que el balance de riesgos tanto para la actividad como para la inflación se encuentra balanceado.

En síntesis, el Consejo estima que la actual orientación expansiva de la política monetaria es compatible con que la inflación se ubique en el centro del rango meta a fines del horizonte de proyección. Así, en el escenario central, se proyecta que la inflación medida por el IPC se situará en cerca de 3% a fines del año 2005, pero por debajo de 2% en promedio durante este año, reflejando el impacto de la apreciación del peso y otras eventualidades. Por su parte, el crecimiento económico aumentará, alcanzando cifras que excederán a las del crecimiento del PIB potencial.

En los próximos meses, el Banco Central pondrá especial atención en el comportamiento de las distintas medidas de inflación subyacente, además de la evolución de los costos laborales, la inflación externa y las expectativas inflacionarias privadas, así como el ritmo que tome el cierre de las holguras de capacidad, el que a su vez está ligado al ritmo de crecimiento de la actividad y el gasto. Un factor especialmente relevante en esta evaluación es lo que suceda con el crecimiento de la inversión.

La existencia de rigideces nominales en diversos mercados de la economía hace inconveniente que perduren de manera excesiva niveles de inflación por debajo de la meta, los que además dificultan el ajuste de precios relativos. Por ello, el Consejo reafirma que el objetivo del Banco Central es alcanzar una inflación centrada en 3% en el horizonte habitual de política de 24 meses, y que continuará usando sus políticas con flexibilidad, de manera de confrontar



movimientos persistentes en la inflación proyectada que la alejen de esta meta en una u otra dirección. En este sentido, escenarios diferentes del escenario central tienen asociados distintos cursos de acción para la política monetaria.

A continuación, el Presidente solicita al Gerente de División Estudios que presente las opciones de política monetaria.

El señor Valdés señala lo siguiente:

1. En la reunión de política monetaria de diciembre, el Consejo decidió reducir la tasa de política en 50 puntos base a 2,25%. Se consideró que el reducido nivel al que había caído la inflación, su persistencia y el efecto que estaba teniendo sobre las expectativas inflacionarias a mayor plazo configuraban un riesgo relevante de que la inflación fuera indeseadamente baja por un tiempo prolongado. La reducción de la tasa se consideró coherente con acotar este riesgo permitiendo mantener las proyecciones de inflación en torno a 3%, en el horizonte habitual de política de 24 meses. Se analizó que la situación internacional continuaba mejorando y se reafirmaba el panorama de mayor crecimiento para los próximos trimestres.
2. Desde la última sesión, las principales novedades han continuado por el lado de la inflación, el precio del cobre y el tipo de cambio:
 - La inflación del mes de diciembre estuvo 3 décimas por debajo de lo que se proyectaba hace un mes, concentrándose gran parte de la sorpresa en la inflación subyacente IPCX1.
 - El tipo de cambio ha continuado apreciándose en las últimas semanas. Respecto del dólar, acumuló hasta ayer una caída de 6,1% desde la última reunión, mientras el TCM disminuyó cerca de 5%.
 - Mientras las proyecciones de crecimiento del mundo para el año 2004 han continuado consolidándose, el precio del cobre se ha ubicado algo por encima de US\$ 1,05 la libra, casi 5 centavos más que hace un mes y 20 centavos más que hace tres meses.
3. Por el lado de la actividad, los cambios principales se concentran en el escenario externo y sus posibles efectos sobre el crecimiento proyectado para 2004 y 2005. Las noticias concretas de actividad siguen estando dentro de lo previsto, y quizás algo por debajo en el caso de la industria. Algunos indicadores indirectos importantes sí muestran un mejor panorama, lo que se aprecia en que la confianza del consumidor ha llegado a nuevos máximos, el mercado laboral continúa afianzando su dinamismo, y las colocaciones a personas siguen creciendo con fuerza.
4. Los resultados de los ejercicios de proyección realizados con los antecedentes acumulados son los siguientes:

Especificación	2003	2004	2005
Inflación IPC promedio anual	2,8	0,6	2,5
Inflación IPC diciembre	1,1	1,9	2,8
Inflación IPCX promedio anual	2,3	1,5	2,9
Inflación IPCX diciembre	1,6	2,6	3,0
PIB	3,2	5,1	6,2

5. De lo anterior, las opciones de política monetaria que aparecen como más plausibles son mantener la tasa de interés o disminuirla, en una magnitud que se analizará más abajo.
6. Al igual que en el mes pasado, se considera pertinente descartar la opción de *augmentar* la tasa de interés ya que, por el momento, se estima que el riesgo de que la inflación se ubique por sobre 3% en el horizonte de política es reducido.



7. Como en la reunión anterior, son dos las justificaciones principales para *disminuir* la tasa de interés. En primer lugar están las consecuencias de las novedades del último mes sobre las proyecciones internas de inflación. A pesar de que el recorte de tasas del mes pasado y el mejor escenario externo permiten un cierre de holguras de capacidad algo más rápido que lo esperado hace un mes, ello no compensa los efectos del nuevo escenario cambiario y de *shocks* en precios específicos. Además, el impacto sobre la inflación en el corto plazo es bastante seguro, mientras que el efecto sobre crecimiento es aún una interrogante. En el escenario más probable, la inflación se proyecta actualmente por debajo de 3% en todo el horizonte de proyección, acercándose (aunque no llegando) a 3% a fines de 2005.
8. En segundo lugar, se podría justificar una reducción de la tasa de interés por el nivel y persistencia que continúan mostrando algunas medidas o *proxys* de inflación esperada a mediano plazo. En la reunión anterior este argumento fue destacado a partir de los diferenciales de tasas de interés entre operaciones nominales y reajustables a dos y cinco años. En esta oportunidad cabe subrayar que esos diferenciales continúan por debajo de 2%, mientras que la encuesta de inflación a dos años (*forward*) que se realiza a las mesas de dinero los ubica en 2.3%, esto es, 40 puntos base menos que el mes pasado y la encuesta de expectativas del Banco Central de Chile dos años los sitúa en 2,8%. Se podría argumentar, por lo tanto, que la reducción de la tasa de interés anterior fue insuficiente para reorientar las expectativas hacia el centro del rango meta. Como se ha comentado en otras oportunidades, debido a que la inflación actual depende en parte de la inflación futura esperada, expectativas excesivamente bajas perpetúan la inflación en niveles indeseablemente bajos. Con todo, es importante considerar que, dado el alcance de las novedades y la persistencia del proceso inflacionario en Chile (y de la propia comunicación del Banco Central de Chile), es de esperar que las proyecciones de inflación del sector privado se reduzcan. En este sentido, solo una caída de las expectativas de mediano plazo podría evidenciar el riesgo de una pérdida de ancla, conclusión que se podría obtener de los diferenciales de tasas de interés de largo plazo, aunque claramente no de la encuesta del Banco. En el caso de la encuesta a las mesas de dinero, la conclusión es menos evidente.
9. Además de estos argumentos, cabe mencionar que la trayectoria que han seguido los precios también han puesto de manifiesto que los costos de una inflación especialmente reducida pueden ser muy altos. Por ejemplo, las rigideces nominales del mercado laboral son aparentemente mayores cuando deberían caer los salarios, con lo que una inflación excesivamente baja puede tener consecuencias proporcionalmente más indeseadas que una desviación más acotada desde la meta. Se podría justificar un recorte de la tasa de interés para reducir la posibilidad de que estas desviaciones se prolonguen. Sin embargo, en el escenario central, con credibilidad, esta situación tiene una probabilidad menor.
10. Ahora bien, una reducción de la tasa también conlleva riesgos o costos que es necesario ponderar. Primero, no se puede descartar que el crecimiento tome un dinamismo mayor que el considerado en el escenario base, con renovadas presiones inflacionarias hacia fines del horizonte de proyección o aun más adelante. Un ejemplo de esto lo constituiría un escenario con características de burbuja, en que el gasto se acelerara en parte alimentado por la apreciación cambiaria y la propia rebaja de tasas. Segundo, el escenario central supone que si bien no se materializan caídas de salarios nominales, los salarios son lo suficientemente flexibles como para acomodar la menor inflación. Si ello no sucediera, la inflación efectiva sería mayor. Tercero, es posible que las medidas de inflación esperada, que se derivan casi exclusivamente de operadores del mercado financiero ("Wall Street"), no reflejen apropiadamente las expectativas de los agentes formadores de precios ("Main Street"). A este respecto, cabe mencionar que la encuesta de expectativas IPEC señala que el porcentaje de personas que piensan que los precios aumentarán "mucho" en los próximos doce meses se ubicó en diciembre en niveles mínimos. En todo caso, la relevancia de estos riesgos debe evaluarse considerando que existe espacio para que la inflación aumente sin poner en peligro una desviación sustantiva por encima de 3%. Quizás el mayor riesgo sea la necesidad de implementar una reversión de política más pronunciada.



11. Una forma de enfrentar estos riesgos es mantener la tasa de interés para esperar que se acumule más información. Ello es especialmente valioso para evaluar el comportamiento de los salarios y del gasto agregado, así como la trayectoria que sigan el tipo de cambio y las expectativas de inflación.
12. Además de hacer frente a los riesgos mencionados, la opción de *mantener* la tasa puede justificarse considerando que las novedades que se enfrentan son nuevamente *shocks* de costos que en un plazo no excesivamente largo, y con credibilidad plena, no deberían modificar la tendencia inflacionaria. Ello en la medida que por sus eventuales consecuencias contractivas no terminen ampliando las holguras de capacidad, cuestión que puede descartarse, dada la fortaleza que ha tomado el escenario global. Como se ha comentado en otras oportunidades, este argumento descansa en la credibilidad del compromiso del Banco Central de Chile con la meta de inflación de 3%.
13. Por otra parte, el principal riesgo que se enfrenta de mantener la tasa de interés es prolongar un escenario de inflación excesivamente reducida, que retroalimiente esta dinámica por la propia dinámica de la inflación y por eventuales dudas respecto del compromiso del Banco Central con el objetivo de 3%.
14. De decidirse un recorte de tasas, existen argumentos tanto para uno de 25 puntos base como uno de 50 puntos base. Por un lado, en términos de su efecto sobre la inflación, un recorte de 50 puntos base, permite acercar más la inflación promedio en el escenario base al objetivo de 3%. Considerando parámetros históricos, un recorte de 50 puntos base (respecto de la trayectoria implícita sin esa rebaja de tasas) permitiría aumentar la inflación promedio en aproximadamente 0,1% y 0,2% el primer y el segundo año, respectivamente, aumentando hasta en 0,3% a fines del horizonte de proyección. Por otro, 50 puntos base podría ser una rebaja excesiva si se evalúa la inflación a fines del horizonte de proyección como el elemento central.
15. Desde un punto de vista más táctico, 50 puntos base podría evaluarse como un movimiento algo excesivo considerando la nueva información acumulada desde la reunión anterior en comparación con la acumulación de novedades que se analizó en la reunión pasada —que sin duda fue mayor— y que dio lugar a una rebaja de 50 puntos base. A este respecto, un movimiento de 50 puntos base puede tener el riesgo de ser entendida como una reacción del Banco Central de Chile ante el nivel que ha alcanzado el tipo de cambio, más que a su impacto sobre la trayectoria de inflación, algo que no está dentro del marco de política. Como siempre, un movimiento de 25 puntos base podría generar discusión sobre un posible nuevo recorte de tasas. Ello, sin embargo, es más probable cuando no se han cambiado tasas durante algún tiempo, y, en principio, tampoco debería considerarse como un gran problema (de hecho, es una situación habitual en economías que siguen metas de inflación). Por último, si el objetivo principal de la rebaja de tasas es asentar la meta de inflación en 3%, una reducción acotada sería suficiente.
16. Finalmente, cabe mencionar que un recorte de 75 puntos base parece ser excesivo considerando, por un lado, las expectativas que existen para esta reunión (la encuesta revela mayoritariamente la opción de mantener la tasa en 2,75%, con una minoría de 33% de las respuestas apuntando a una reducción de 50 puntos base o de 25 puntos base) y, por otro, el desvío respecto de 3% que muestran las proyecciones de inflación a fines del horizonte de proyección.

El Presidente ofrece la palabra para discutir las opciones.

El Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel, señala que entre la reunión de política monetaria de diciembre y la de ahora se han observado novedades y perturbaciones no anticipadas en variables claves: 1) inflación menor a la proyectada; 2) apreciación cambiaria bilateral significativa del peso (un tercio por depreciación del dólar, dos tercios por la depreciación real multilateral, desde fines de 2002); y 3) reducción significativa de las proyecciones de mercado de la inflación a corto y mediano plazo en Chile.



En el sentido contrario, hay dos novedades de índole y magnitud bastante menor: 1) corrección positiva de proyecciones de crecimiento mundial, y 2) aumentos significativos en los valores spot y proyecciones de los principales commodities (cobre y petróleo). Ello ha llevado a una reducción en las proyecciones de inflación interna, a 1,9% y a 2,8% para el IPC diciembre a diciembre año 2004 y año 2005, respectivamente, y a un aumento en las proyecciones de crecimiento.

Respecto de las proyecciones de inflación de la División Estudios, cabe destacar que: a) son condicionales a una tasa de política monetaria constante lo que, en el margen, lleva a proyecciones algo mayores respecto de las proyecciones de inflación que daría un modelo alternativo basado en una regla de Taylor con gradual aumento de las tasas de política monetaria futuras hacia la tasa neutral; b) son coincidentes con las del mercado, y c) son muy superiores a las de las mesas de dinero y los diferenciales de tasas nominales y reales. Sin embargo, considerando el comportamiento errático de estas últimas, y la falta de comprensión de su comportamiento empírico, propone descontarlas significativamente en la recomendación de política.

La existencia de esta brecha negativa entre inflación proyectada e inflación meta, que se suma a la brecha negativa del producto, justifica una reducción de la tasa de política monetaria. ¿En qué magnitud? En ausencia de costos significativos en seguir una política activista, se sugiere ajustar la tasa de política monetaria todo lo que sea necesario para llevar la inflación proyectada -alguna combinación de los IPC total y subyacente, a 12 y a 24 meses plazo, a fin de año y promedio- cerca del rango meta, con consideración debida de los riesgos asociados a esta decisión. El valor punto que lleva más cerca de este objetivo sería una reducción de 50 puntos base, considerando las elasticidades que todos conocen.

¿Cuáles son los riesgos? Básicamente dos: 1) una recuperación más intensa que la proyectada. Este riesgo está acotado debido a que no se está en un punto de inflexión cíclica y que el crecimiento mundial y las demás variables que se proyectan -incluida una gran recuperación de la inversión en maquinaria y equipo durante 2004- están basadas en un escenario moderadamente optimista de vigoroso crecimiento. En otras palabras, el riesgo que se crezca más que un 5,3% aproximadamente en 2004 y un 6,5% aproximadamente en 2005 - después de una eventual reducción de la tasa de política monetaria ahora- lo estima bajo. 2) Fuertes presiones deflacionarias adicionales por menores márgenes, apreciación bilateral del peso adicional y/o caídas fuertes en los precios del petróleo y derivados. Probablemente este riesgo esté equilibrado con el de signo contrario.

Más interesante cree que son las siguientes consideraciones estratégicas: 1) La interpretación del mercado que se reduce la tasa de política monetaria como política proxy de intervención cambiaria. Este riesgo existe, pero aquí la tarea del Banco es corregir esta interpretación que estima erradísima. Para efectos de la política monetaria, el tipo de cambio importa por sus consecuencias para la inflación y el producto presentes y futuros. No se hace política monetaria para mantener una competitividad artificialmente elevada de los transables, perjudicando a los no transables. 2) La reducción de la tasa de política monetaria sorprenderá al mercado, con lo cual el impacto sobre las tasas de corto y mediano plazo serán mayores y, por tanto, el efecto de la reducción será más intenso que en otras ocasiones. Por lo tanto, se requiere una menor reducción de la tasa de política monetaria. 3) De reducirse la tasa de política monetaria y de observarse en el futuro el escenario central de proyecciones, deberá corregirse en forma más rápida y aún más intensa la actual posición expansivísima de la política monetaria en Chile. Sin shocks futuros, y de alcanzarse una inflación en torno a 3% hacia fines de diciembre de 2005, y con una brecha de producto en torno a -1%, en esa misma fecha, se podría anticipar una tasa de política monetaria cercana a la neutral, vale decir un 3% por inflación más la tasa real neutral en torno a 4%, lo que daría un 7% aproximado para la tasa de política monetaria nominal. 4) En circunstancias de algunos cuestionamientos a la meta de inflación, una forma de reforzarla -entre otros- es seguir una política más activista para el logro de dicha meta. Eso nos colocaría finalmente en el campo de la inmensa mayoría de la experiencia mundial de 150 observaciones año/país de bancos centrales con meta de inflación, que no reaccionan cuando no se alcanza la meta.

Considerando los argumentos anteriores, sugiere el señor Schmidt-Hebbel reducir la tasa de política monetaria en 50 puntos base.



El Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera, señala que a partir del diagnóstico que se ha presentado en esta reunión el cambio que se observa en el escenario internacional respecto de septiembre ha sido muy significativo. Todas las variables internacionales que inciden en las condiciones para el crecimiento de la economía chilena se han movido favorablemente. Pese a lo anterior, la revisión de las expectativas de crecimiento para la economía chilena ha sido relativamente modesta pero aún así, con las proyecciones que se han presentado en el Informe, estamos esperando que el crecimiento del producto se ubique en torno a 5%. Es probable que el crecimiento de la economía hacia fines de año se ubique en torno a 6%, y que la demanda puede estar creciendo del 8%-8,5%. En resumen, la aceleración prevista para el crecimiento económico será importante.

Asimismo, no se puede descartar que el ritmo de crecimiento pueda ser incluso más rápido, considerando otras variables financieras como los aumentos en la relación precio-utilidad, los anuncios de colocaciones de capital en la bolsa, fusiones y adquisiciones en el sector de comercio, etc. Estos factores apuntan a que la expansión del producto puede ser más significativa.

En segundo lugar, las proyecciones revisadas en esta reunión indican que a mediados del próximo año, comenzaría un ciclo de corrección de tasas en Estados Unidos.

Cree que en la coyuntura actual, la política monetaria debe decidir entre enfrentar dos tipos de riesgos. El primero es el riesgo de que el crecimiento económico sea moderado, la inflación se mantenga baja y por debajo de la meta, que las expectativas de inflación disminuyan y eso perpetúe un escenario de inflación baja con pérdida de credibilidad de la meta del Banco Central. En este escenario, reducir la tasa es apropiado para dar una señal clara. Sin embargo, la probabilidad de esta situación es una materia opinable, pero cree que el riesgo de pérdida de credibilidad es bajo. Estima que las encuestas de expectativas de los analistas están muy influenciadas por los comportamientos recientes de la inflación, que son transitorios, y, por otra parte, que es difícil prever una situación deflacionaria que se perpetúe cuando la economía y la demanda estarán en curso de aceleración durante el 2004 y 2005. Finalmente, estima que no existe mayor peligro de que los agentes estimen una posible reducción de la meta, considerando que existe consenso entre todas las autoridades relevantes en cuanto a no hacerlo. Las opiniones que se han escuchado sobre esta materia no tendrán un efecto importante sobre las expectativas inflacionarias.

El segundo tipo de riesgo, se refiere a que si la economía empieza a acelerarse más rápido de lo que se espera y las tasas en el exterior comienzan a subir, será necesario corregir más rápidamente el actual sesgo expansivo de la política monetaria en Chile y esto se exacerba mientras menores sean las tasas de interés. En este escenario, una reversión rápida de las tasas de interés tendrá efectos financieros importantes, incluyendo la corrección de los precios de ciertos activos financieros y del tipo de cambio. Entre las consecuencias previsibles, un aumento más rápido de las tasas de interés de largo plazo y una apreciación más violenta del peso. Este tipo de movimientos no son deseables, pero además se crea el peligro de que, en esas circunstancias, la corrección de la política monetaria pueda demorarse más de lo necesario por la preocupación de no generar un cambio brusco de expectativas y/o precios financieros y en particular, no gatillar una apreciación violenta del tipo de cambio. En estas circunstancias, no estima conveniente realizar un movimiento adicional a la baja de las tasas de interés, pues mientras más bajen las tasas de interés hoy, más tendrán que subir después y más significativo será el impacto de su corrección posterior sobre el tipo de cambio y otros activos.

Sobre la base de los argumentos citados, su opción personal es de mantener la tasa de interés en los niveles actuales.

El Gerente General, don Camilo Carrasco, señala que, básicamente, piensa igual que en la reunión de política monetaria del mes pasado, en el sentido de que el Banco Central tiene espacio para continuar bajando la tasa sin correr ningún riesgo relevante en cuanto al cumplimiento de su objetivo fundamental que es la estabilidad de precios. Cree que en la actualidad el Banco tiene tal grado de credibilidad, en el sentido de que hoy no va a



permitir que la inflación supere el 3%, que perfectamente puede darse el lujo de mantener por algún tiempo, sin riesgo alguno, políticas que sean aún más expansivas que las que, en principio, recomendarían los modelos de comportamiento con los parámetros históricos. Y en ese contexto, le preocupa más que el Banco pueda aparecer como inactivo frente a una situación que puede ser bastante difícil, especialmente durante el primer semestre de este año. Lo que se ha dicho acá es que se prevé un primer semestre en que habrá IPC negativos o por debajo del piso del rango meta; a eso se va a sumar que el proceso de reactivación que sin duda se puede prever que viene, pero sin embargo sus efectos no van a ser perceptibles completamente en la gran mayoría de la población, y además con algunos problemas de tipo cambiario, en ese escenario cree que los próximos meses van a ser difíciles y va a haber muchas presiones sobre el Banco Central y en ese sentido, piensa que lo más saludable es que el Banco se muestre más bien proactivo en la medida, obviamente, que no ponga en riesgo su meta inflacionaria y para eso utilice el instrumento natural que tiene que es la tasa de instancia. ¿Conviene, pregunta, que la baja sea de 25 ó 50 puntos base? Cree que no hay un caso muy fuerte para decidirse por una u otra alternativa, sin embargo, privilegiaría los 25 puntos base porque piensa que ello deja más espacio para actuar una o dos veces más durante el primer semestre, en caso que sea necesario, si las noticias del IPC son demasiado malas. Si se recorta mucho la tasa de instancia en esta oportunidad, dado el muy bajo nivel en que ya está, el Banco podría verse obligado a permanecer inactivo por cuatro o cinco meses, justamente en el período que se prevé más difícil. Por eso, le parece que es estratégicamente mejor, en esta coyuntura específica, precaver la posibilidad de uno o dos recortes adicionales, y no hacer uno más grande en esta oportunidad.

El Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic, señala que le da particular importancia a lo que se ha estado observando respecto a las expectativas de inflación. En particular, debe observarse que las proyecciones que se han presentado se han derivado, en principio, bajo el supuesto que existe credibilidad. Pero cuando existen expectativas, al menos de los mercados financieros de más mediano plazo, de inflación significativamente por debajo de la meta del Banco Central, y no obstante todos los *caveats* que puedan hacerse respecto a la utilidad de esos indicadores, se trata de un escenario que debe observarse con cuidado. En efecto, expectativas de inflación bajas tienden a dificultar y hacer más lento el proceso de ajuste a la meta de inflación, más allá de lo que ya está en las proyecciones presentadas por la División Estudios, con todos los otros costos y consecuencias asociadas.

Desde ese punto de vista, cree el señor Jadresic que hay una buena razón para actuar en este momento y hacer una rebaja de tasas. Respecto al monto, piensa que hay que tener presente que, por otro lado y desde el punto de vista del escenario externo, efectivamente ha habido un afianzamiento de las perspectivas y una mejora de ese escenario. Este efectivamente genera el riesgo en el sentido contrario destacado por algunos, de un crecimiento y un cierre de brechas en Chile bastante más rápido al que se ha presentado en estas proyecciones.

Piensa que es un riesgo que hay que tener presente y que desde el punto de vista de esas dos consideraciones más básicas, le parece que una reducción de tasa de 25 puntos base sería apropiada en esta ocasión, no obstante que para adelante va a haber que estar mirando con mucha atención una serie de indicadores y proceder en forma muy flexible en cuanto al manejo de la tasa, en cualquier dirección. Hay dos indicadores cuya evolución le parece particularmente relevante de observar. En primer lugar, se debe estar atentos a qué va a pasar con los salarios. Las cifras que hay hasta el momento sobre la inflación esperada provienen, como se ha dicho, básicamente de los mercados financieros. Lo que más debe importar desde el punto de vista de su impacto sobre la inflación, sin embargo, tiene que ver más bien con las decisiones de precios, particularmente los salarios. En segundo lugar, es central monitorear qué ocurre por el lado del crecimiento y si efectivamente el mejor escenario internacional lleva a un crecimiento más rápido de lo que se está proyectando.

El señor Ministro de Hacienda cree que la opción más importante la insinuó el Gerente General y tiene que ver con la estrategia de política. Abordando esa estrategia de política, sobre la táctica de si se baja 25 ó 50 se referirá posteriormente.



Señala que esta reunión no se da en abstracto sino que es una más de las que se han hecho por cuatro años y, en tal sentido, estima que es importante hacer una pequeña reflexión sobre lo que se ha hecho durante estos cuatro años para dar una guía respecto a lo que se debe decidir ahora.

Recuerda que a partir del año 2000 y particularmente en el último trimestre en el que estuvo pendiente la burbuja de Wall Street, la economía chilena ha venido transitando por un crecimiento efectivo sistemáticamente por debajo del producto potencial, o sea, a partir del cuarto trimestre del año 2000, la diferencia entre producto potencial y producto efectivo sólo se ha ampliado. Desde un punto de vista estructural, la variable que determina en el plazo más largo la inflación es sin duda alguna la brecha entre producto potencial y efectivo; y, no obstante que la brecha indicaba crecientes presiones hacia abajo en la inflación, y que esto ha sido monótono hasta incluso el cuarto trimestre de 2003, el Banco no ha tomado la estrategia de salir activamente a tratar de hacer converger el producto efectivo con el potencial, sino en lo que el manejo de la inflación le ha permitido. Durante todo este tiempo lo que se ha estado considerando es que simultáneamente a esta presión de núcleo deflacionario de una brecha positiva en ampliación había efectos, los así llamados por una vez, por el lado del petróleo y por el lado de la depreciación del peso, que no obstante ser por una vez, en la medida que ofrecían persistencia deparaban el riesgo de desanclar por arriba las expectativas inflacionarias. Sistemáticamente, por tanto, no obstante que el elemento nuclear estaba generando más presiones deflacionarias, la fuerza de factores coyunturales más que compensaba este elemento deflacionario y amenazaba con desanclar las expectativas por arriba, y se ha tenido una resistencia estoica a ser más proactivos por el lado de la brecha para no desanclar las expectativas.

Manifiesta que nunca ha escuchado en este Consejo decir "bueno, pero los factores del petróleo o dólar pueden ser por una vez y en definitiva, si la brecha es positiva, esto va a volver a la baja", sino que se ha estado todo el tiempo, pagando incluso los costos "políticos" de un alto desempleo, preocupados de no desanclar las expectativas, porque se entiende que así se conduce la política macroeconómica. Hoy día esta situación es exactamente la contraria o potencialmente peor que la contraria, por cuanto se cuenta con una brecha positiva y se cuenta con la reversión previsible y ya materializada en gran parte del tema del tipo de cambio y del precio del petróleo y, por tanto, lo que está ocurriendo finalmente es que está quedando al desnudo la real fuerza inflacionaria de la economía cuando los elementos de persistencia de los shocks pasados se comienzan a deshacer. Claro, hacia futuro lo que se prevé es que dada la instancia monetaria actual la brecha va a comenzar a cerrarse con una proyección de incremento del producto de 5% y de 6%. Si se estuviera pensando que la brecha se va a mantener constante, no habría más que rendirse a la evidencia de que habría, tal como la situación contraria, una tendencia hacia abajo de la inflación, constante por el lado de la brecha y hacia abajo por la persistencia de la reversión de los costos. La pregunta entonces es ¿creemos que tenemos una dinámica suficientemente rápida de cierre de brecha tal que va más que a compensar la persistencia de los elementos de costo que se devolvieron? Para él, como lo dicen las proyecciones por lo menos a corto plazo, la respuesta es que no, es que es sólo una conjetura. Se supone que va a crecer la tasa de inversión, no se sabe lo que va a ocurrir con la PTF, pero bien podría ser que el producto potencial también se acelerara. Por tanto, existe la intuición de que la brecha se va a ir cerrando, pero no de manera precipitada, de manera moderada en el tiempo, y por consiguiente, cree que al sopesar un cierre moderado de la brecha en el tiempo con la persistencia de los elementos deflacionarios que han habido y que pueden continuar conforme la trayectoria del precio del petróleo que aquí se plantea y porque es perfectamente previsible que el dólar continúe hacia abajo por un tiempo todavía, cree que primará el segundo efecto. Por tanto, consistente con la inversión que se hizo de no desanclar las expectativas cuando se estuvo en el otro lado, y con la resistencia estoica que se hizo a la sazón, también se debe evitar que las expectativas de inflación se desanclen hacia abajo. Y en esto una calificación, no sólo hay que escuchar la opinión de los analistas que salen en El Mercurio y en La Tercera, sino que también los parlamentarios y un conjunto de personas que son menos citados por estas dos cadenas, pero que constantemente están señalando que la política macroeconómica ha sido lenta y rezagada en términos de poder reactivar la economía. Y eso está en las leyes y en la presión por mayor gasto fiscal.



Finaliza diciendo que le parece que, en función de estos elementos de deflación que están por el lado de la reversión de costo y que pueden persistir en el tiempo, del cierre moderado de la brecha que aparece al frente, lo que corresponde es una política proactiva del Banco para que esta brecha se cierre más rápido a objeto de que las expectativas de inflación no se desanclen hacia abajo. Ahora, en términos de la práctica qué significa política proactiva, señala que él puede vivir perfectamente con lo que dice el Gerente General con bajar ahora 25 y estar abierto a seguir con 25 y 25 si los elementos de persistencia continúan allí. Tiene sí un temor. Cree que por la historia inflacionaria le es difícil al mercado entender por qué en una economía que se va reactivando, el Banco va bajando la tasa. Ciertamente, dice, que cuando se baja 25 lo que todo el mundo entiende después de haber bajado varias veces 50 es que está llegando más o menos al final y por tanto, si se equivocó y la persistencia hacia abajo era mayor, va a tener que bajar varias veces 25, enfrentando en un momento en que se acercan elecciones cada vez más esta coyuntura difícil. Por lo anterior, desde el punto de vista de la táctica, aunque dice puede vivir con cualquiera, esta posición proactiva la tendería a preferir con un movimiento algo más osado actualmente y quedar a la espera de lo que depare el futuro.

El Vicepresidente señor De Gregorio manifiesta que en la reunión pasada se decidió bajar la tasa de política monetaria debido a noticias de una menor inflación esperada en todo el horizonte de política. En esta proyección ya se había incorporado inflaciones negativas el año 2004 y por ello se insistió que era importante señalar que la reducción de la tasa de política monetaria no era debido a un dato puntual de baja inflación, sino a perspectivas de inflaciones anuales bajas, e incluso negativas a principios de 2004 y desviaciones respecto de la meta. Es por ello que no se justificaría seguir bajando la tasa de política monetaria, a menos que la baja del mes pasado haya sido insuficiente si efectivamente se registraran niveles de inflación y proyecciones que estuvieran dentro de los rangos del mes pasado. Sin embargo, este mes, a raíz del trabajo realizado para el Informe de Política Monetaria y por sobre todo debido a la reciente apreciación del peso, unos 30 pesos menos que el nivel usado en la reunión de política monetaria anterior, las perspectivas inflacionarias se han reducido aún más. Esto lo han confirmado las expectativas privadas tanto de la encuesta como de los mercados financieros. En este escenario, y basado en el esquema de metas de inflación que necesita, en particular en esta coyuntura, que su credibilidad sea reforzada, se justifica una reducción de la tasa de política monetaria.

La única razón que podría justificar mantener cautela es que la actividad sea más fuerte de lo que se está esperando y es algo de lo que se ha escuchado aquí. Sin embargo, eso no se observa en las proyecciones. Es probable más crecimiento, pero no se puede tomar la decisión sobre la base de desviaciones potenciales del escenario central, por muy deseables que ellas sean. Más aún, un mayor crecimiento se podría dar perfectamente en un escenario de mayor debilidad internacional del dólar y menor precio del petróleo, factores que no necesariamente conllevan una aceleración de la inflación.

Ahora bien, valdría la pena discutir la magnitud de la rebaja de tasa. Tal vez un argumento válido para bajar sólo 25 puntos base es que el mercado no lo espera y, por lo tanto, hay que reducir la magnitud de la sorpresa. Sin embargo, daría una señal de que es muy probable que sea la última baja, algo deseable pero imprudente de asegurar, y daría la impresión que simplemente se está completando la rebaja anterior. No indicaría la significativa desviación de la inflación del centro del rango meta y no sería improbable quedar en deuda con la rebaja en el futuro. Es cierto que los cambios del último mes no son de la magnitud observada en el mes pasado, pero en cierta medida, en su opinión, el mes pasado también se podría haber actuado con mayor agresividad en materia de reducción de tasa y eso fue lo que señaló en dicha oportunidad. En todo caso, este argumento serviría para justificar por qué no ir más allá de lo hecho el mes pasado, o sea, serviría para descartar 75 puntos base, pero no 50 puntos base. A fines del horizonte la inflación esperada estaría al menos 20 puntos base por debajo del centro del rango meta, y durante todo el horizonte la desviación sería aún mayor. Un argumento basado en el mayor activismo necesario a niveles de inflación y tasas de interés bajas y en especial con riesgo sobre la credibilidad de la meta, sugerirían una reducción de 50 puntos base.



Comparte los argumentos estratégicos del Gerente General en términos de mantener cierto grado de activismo, por lo tanto, rebajar 25 puntos base bajo el supuesto que se podría seguir un par de veces más bajando 25 puntos base. El problema de esta sugerencia es que requiere un compromiso sobre el curso futuro de la tasa de política monetaria que no es posible hacer. Cree que una rebaja de 25 puntos base en dos o tres reuniones da también una rara señal respecto al esquema de política, ya que probablemente las noticias en materia de inflación serán menores y como se acaba de señalar, habrán noticias de mayor nivel de actividad.

Por todo lo anterior, cree que hoy día se justificaría una rebaja de 50 puntos base.

El Consejero señor Marfán se refiere a la propuesta de evaluar las opciones de mantener la tasa de política monetaria o reducirla en 25 ó 50 puntos base. Señala que los argumentos que respaldan cada una de estas opciones tienen que ver, principalmente, con escenarios de expectativas y credibilidad difíciles de modelar. Con todo, dice, en la nota que se distribuyó no se postula una opción favorita, es decir, no hay un escenario de expectativas o de credibilidad más probable dentro de los tres evaluados. En ausencia de un escenario más probable, corresponde evaluar el costo de equivocarse, es decir, qué es lo que pasa si se toma una decisión y lo que ocurre es que el escenario que ocurrió era el otro. La opción de menor costo de equivocarse es la de reducir la tasa de política monetaria en 50 puntos base. En efecto, el costo de equivocarse en este caso sería que el gasto interno y la actividad se aceleraran más que lo previsto y que hubiera que revertir la dirección del impulso monetario en un plazo breve. Con una probabilidad menor, también podría darse un escenario en que se adelanta un aumento de las tasas en Estados Unidos, revirtiendo en parte la depreciación internacional del dólar observada recientemente. En cualquiera de estos dos eventos el Banco Central tiene capacidad de respuesta para contrarrestar estos efectos. La opción de mantener la tasa de política monetaria no se justificaría de acuerdo al razonamiento anterior, ya que de equivocarse, es decir que se mantiene y lo correcto hubiera sido rebajar, se acentuarían innecesariamente algunos de los costos del escenario de baja inflación, esto es, aumento del salario real debido a las nuevas cláusulas de reajustabilidad con inflación negativa, pérdida de credibilidad de la meta de inflación, desalineamiento de la política fiscal, postergación del cierre de la brecha del producto.

La opción de reducir la tasa en 25 puntos base es compatible con un escenario intermedio, desde esa perspectiva se corre el riesgo de equivocarse por exceso o por defecto. El costo en uno y otro caso, sin embargo, no es simétrico. El costo de quedarse corto en la reducción de la tasa es mayor que el costo de una sobre reacción del Banco Central, por las razones señaladas en los dos puntos anteriores. En consecuencia, en esta oportunidad se justifica una reducción de 50 puntos base en la tasa. En ese evento, la redacción del comunicado debe ser particularmente clara en que la medida constituye una reafirmación de que el Consejo no pretende alejarse del rango de inflación de 2 a 4% centrado en 3% anual, y que de sobrepasarse en el futuro actuará con la misma fuerza y decisión para mantener la inflación dentro del rango meta.

El Consejero señor Desormeaux señala que la meta del Banco Central es conocida, es un 3%, y existe abundante evidencia que se ha presentado aquí que la inflación no está convergiendo a esa meta y que el promedio, incluso el año 2005, está por debajo de éste, y preocupa especialmente el desanclaje de expectativas que al menos algunos indicadores tienden a sugerir. Por esto se está considerando hoy día la posibilidad de una rebaja de tasa. Los riesgos de una rebaja de tasa los ha hecho ver especialmente con mucha claridad Luis Oscar Herrera. Si la economía tiene un dinamismo superior al que se ha proyectado, habrá que sobre-reaccionar en el futuro, y eso va a tener una serie de consecuencias, una de las cuales, que puede ser bastante incómoda para el Banco Central, va a ser sobre el tipo de cambio y ciertamente ello le hace mucho peso y lo toma en cuenta. Pero hay otro riesgo en el no actuar que tiene que ver con el desarrollo de las expectativas de inflación. Algo que de alguna manera ha estado presente recientemente en la discusión internacional y es que las expectativas tengan un comportamiento muy adaptativo, o lo que se ha llamado "adaptive learning", en otras palabras, inflaciones bajas se traducen en expectativas de inflaciones bajas y a su vez retroalimentan la inflación. Si se espera a tener mayor información, si se deja que la inflación y la apreciación cambiaria tenga efectos sobre el nivel



de precios y la inflación, esto en la práctica se puede traducir en expectativas de inflación más bajas y desde ese punto de vista esperar tiene un costo que puede ser no menor. Eso es lo que le lleva a cambiar su posición respecto de la que tuvo un mes atrás en el sentido de que consideraba preferible, en principio, mantener inalterada la tasa en espera de más información.

Respecto de cuánto bajar la tasa hoy día, la verdad es que si se le da más peso al argumento de que hay un riesgo importante de aceleración de la economía, indudablemente que la opción más conservadora aparece como la más prudente.

Si se cree, por el contrario, que esta retroalimentación desde inflaciones a expectativas, y desde expectativas a inflaciones aún más bajas es más importante, y se estima que la dosis adecuada es 50 puntos base, parece mejor actuar cuanto antes. La verdad, dice, es que éste es un tema bastante difícil de dilucidar y, en principio, es partidario de una baja de 25 puntos base, pero está dispuesto a sumarse a un consenso, si éste se produce, en torno a los 50 puntos base.

La Consejera señora Ovalle señala que las novedades respecto a la última reunión de política monetaria, se han centrado en una apreciación del peso y un precio internacional del cobre mayores a lo estimado y en una inflación mensual, en diciembre, más baja de lo anticipado. También, las perspectivas de crecimiento de la economía mundial y las perspectivas de los agentes sobre nuestra economía han mejorado, lo que implica que puede haber un cierre de holguras de capacidad algo más rápido que lo esperado. No obstante, el Imacec proyectado para fines de 2003 y los primeros meses de 2004 no muestra un crecimiento muy significativo.

A pesar de la baja de la tasa de política monetaria en diciembre, las proyecciones de la División Estudios muestran que, con una gran probabilidad durante el año 2004 y 2005, la inflación se mantendrá bajo el 3%, lo cual deja espacio para realizar un nuevo recorte sin riesgos inflacionarios. De este modo, los argumentos manifestados en la reunión anterior, que llevaron a modificar la tasa de política monetaria, siguen vigentes en esta oportunidad. Cree que es importante el argumento de simetría respecto a las decisiones, de manera que sea válido y consecuente con el esquema de política, lo que agrega credibilidad al actuar del Banco Central para mantener y reafirmar su meta.

Por el lado de las expectativas, si bien el mercado no espera un nuevo recorte en lo inmediato, lo que se constata en la encuesta de expectativas ya que sólo un 33% de la muestra apunta a una reducción en esta oportunidad, sí se espera un movimiento a la baja dentro del primer trimestre de este año. Asimismo, es importante considerar que los costos de una inflación reducida también afectan al mercado laboral, ya que las consecuencias indeseadas de las rigideces nominales se acentúan cuando nos desviamos de la meta.

Dentro de los costos o riesgos mencionados por la División Estudios para la opción de una reducción de la tasa, cree que aún en un escenario de fuerte aceleración del gasto debido a la apreciación del tipo de cambio y al bajo nivel de tasas de la economía, hay capacidad para cambiar la orientación de la política monetaria en el momento y magnitud requerida por la holgura existente. Además, cree que el riesgo de tener que revertir la tasa de política monetaria en una magnitud más pronunciada, es menor al riesgo de que producto de una inflación excesivamente reducida durante un período prolongado, las expectativas de los agentes puedan retroalimentarse con este comportamiento, afectando la credibilidad en la meta y eventualmente extendiendo esta situación más allá de lo conveniente. Es importante reiterar que la tasa de política monetaria es un instrumento y por ello puede ser utilizado en uno u otro sentido de acuerdo al objetivo del Consejo y de allí la importancia de la simetría en su uso.

En suma, cree que en la actual coyuntura con una inflación inferior al rango meta por prácticamente todo el horizonte de proyección, y con un balance de riesgos sesgado a la baja para la inflación y al alza para el crecimiento, existe espacio suficiente para bajar la tasa y de esta manera reafirmar la credibilidad en la meta del Banco Central. Una rebaja ahora, se justifica, ya que, se debe minimizar el riesgo de permanecer por mucho tiempo en el piso del rango con los posibles costos que ello implica. Además, no resta capacidad de utilizar nuestro instrumento en la dirección contraria si la situación cambia. Cree que con los antecedentes



disponibles, una nueva baja de la tasa es la alternativa más apropiada y se inclina por una disminución de la tasa en 50 puntos base.

El Presidente señor Corbo agradece al staff por el análisis que han hecho y también por la discusión que se ha sostenido. Cree que es muy útil que todos participen y que den sus puntos de vista y el Consejo tiene que tomar la mejor decisión posible, así que les solicita que no se sientan nunca inhibidos, que todos tienen que opinar y cada uno dé su opinión en lo que crea.

Señala el señor Corbo que las proyecciones que ha presentado la División Estudios indican que debido a nuevos shocks favorables de baja de costos, la apreciación del peso y creciente competencia entre cadenas comerciales, especialmente alimentado también por la inercia inflacionaria y los ajustes en expectativas que ya se ha estado viendo y que muchos de ellos deben estar por venir, la proyección efectuada por el staff para los ocho trimestres no solo es baja, sino que es inferior al objetivo que es una inflación centrada en torno al 3% y lo importante es reafirmar la meta -lo que se hizo en el comunicado anterior que también ha resaltado el Consejero Marfán en su intervención-. Esto, a pesar de la baja de medio punto de la tasa de política monetaria que se introdujo en la reunión de diciembre, y de una recuperación económica que continúa tomando fuerza y que va a llevar a una reducción mayor que lo anteriormente estimado con una probabilidad más alta que antes en las brechas de capacidad.

Las proyecciones muestran también inflaciones en doce meses cero o negativas en cuatro de los primeros seis meses de este año, y subyacentes bajo el 1% también en cuatro de los primeros seis meses. Con esta realidad se corre el riesgo que debido a un aprendizaje adaptativo las expectativas de inflación se puedan estacionar bastante por debajo de nuestra meta, contribuyendo a expandir en el tiempo un periodo con inflación muy por debajo del 3%. De hecho, la evidencia reciente muestra que la baja abrupta inesperada que ha tenido la inflación, fue mucho más abrupta para las correcciones que han tenido los analistas privados. De hecho la evidencia reciente muestra que la baja abrupta e inesperada que ha tenido la inflación en los últimos meses ha llevado a una fuerte corrección a la baja en las expectativas. Esto último se observa tanto en la encuesta mensual de expectativas económicas del Banco Central a analistas, que siempre va detrás, como también las encuestas sobre expectativas de inflación que el Banco Central hace a las mesas de dinero de los bancos. Lo mismo sucede con la compensación por inflación que está implícita en las comparaciones de bonos del Banco Central en pesos y en UF a dos y cinco años de madurez, aunque es sabido que esta última medida puede estar influenciada por la baja liquidez de estos instrumentos, pero la dirección es clara. Por lo anterior, para evitar inflaciones muy alejadas del objetivo por un periodo prolongado de tiempo, y para aumentar la probabilidad que la inflación retorne al centro del rango meta en un horizonte de cuatro a ocho trimestres, su recomendación también es reducir, una vez más, la tasa de interés en 50 puntos base.

Se somete a votación las opciones presentadas, manifestando los señores Consejeros su decisión de reducir la tasa de política monetaria en 50 puntos base.

En mérito de lo anterior, el Consejo, por la unanimidad de sus miembros, adopta el siguiente Acuerdo:

57-01-040108 – Tasa de Política Monetaria.

Se acuerda reducir la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base, desde 2,25% a 1,75% anual. Los tramos de la línea de crédito de liquidez se ajustan también en 50 puntos base.

V. Comunicado

“ En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central resolvió, por la unanimidad de sus miembros, reducir la tasa de interés de política monetaria desde 2,25% a 1,75% anual.



Las novedades por el lado de los costos y precios muestran que las presiones inflacionarias continúan siendo menores a las esperadas. La inflación en 12 meses se encuentra en torno a 1%, esperándose variaciones anuales negativas en algunos meses del primer semestre de este año. Asimismo, la inflación subyacente IPCX, que excluye algunos bienes cuyos precios son más volátiles, se encuentra en 2% anual y se espera que se ubique bajo 1% en igual período.

Estos reducidos niveles de inflación aumentan el riesgo de que las futuras decisiones de precios se basen en expectativas inflacionarias incoherentes con el objetivo inflacionario del Banco Central, postergando la convergencia de la inflación a 3% en el horizonte habitual de política de 24 meses. En este cuadro, el cambio en la tasa de interés reduce este riesgo.

Con relación a la actividad, los antecedentes recientes apuntan a un aumento en las proyecciones de crecimiento para los próximos trimestres. Esto se debe a factores tanto externos como internos. Los términos de intercambio continúan mejorando, en particular el precio del cobre, se ha fortalecido el crecimiento mundial esperado para este año y se mantienen condiciones financieras internacionales positivas. En la economía nacional, las expectativas de los consumidores son más optimistas, en un marco en que continúan aumentando el empleo y el crédito a las personas, a lo que suma la expansividad de la política monetaria.

El Banco Central reafirma su objetivo de alcanzar una inflación centrada en 3%, en el horizonte habitual de política de 24 meses, y reitera que continuará usando sus políticas con flexibilidad, de manera de enfrentar las desviaciones que se proyecten en cualquier dirección, respecto de la trayectoria esperada de la inflación en relación con la meta establecida."

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 18,30 horas.



JOSE DE GREGORIO REBECO
Vicepresidente



VITTORIO CORBO LIOI
Presidente



JORGE DESORMEAUX JIMENEZ
Consejero



MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera



MANUEL MARFAN LEWIS
Consejero



NICOLAS EYZAGUIRRE GUZMAN
Ministro de Hacienda



JORGE COURT LARENAS
Ministro de Fe (S)