



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION N° 42
DE POLITICA MONETARIA
Celebrada el 9 de enero de 2003

En Santiago de Chile, a 9 de enero de 2003, siendo las 16,00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Carlos Massad Abud y con la asistencia del Vicepresidente don Jorge Marshall Rivera y de los Consejeros señora María Elena Ovalle Molina, señor Jorge Desormeaux Jiménez y señor José De Gregorio Rebeco.

Asisten también los señores:

Gerente General Subrogante, don Carlos Pereira Alborno
Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Angel Nacur Gazali;
Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera Barriga;
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;
Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic Marinovic;
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;
Jefe Depto. Análisis Internacional, doña Claudia Varela Lertora;
Secretaria Ejecutiva del Gabinete de la Presidencia, doña Cecilia Feliú Carrizo;
Jefe de Prosecretaría, doña Cecilia Navarro García.

Hace presente el señor Presidente que han enviado sus excusas, por no poder asistir a esta reunión, el señor Ministro de Hacienda don Nicolás Eyzaguirre y la Subsecretaria de Hacienda, señora María Eugenia Wagner Brizzi.

I. Resolución sobre Proyecto de Acta correspondiente a la Sesión N° 41, celebrada el 10 de diciembre de 2002.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo el Proyecto de Acta de la Sesión N° 41, celebrada el 10 de diciembre de 2002, cuya versión final se aprueba sin observaciones.

II. Resolución sobre Minuta del Acta correspondiente a la Sesión N° 40, celebrada el 7 de noviembre de 2002.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo la Minuta correspondiente al Acta de la Sesión N° 40, celebrada el 7 de noviembre de 2002, la que se aprueba sin observaciones.



III. Fecha Sesión de Política Monetaria del mes de julio de 2003.

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de julio de 2003, para el día 10 de ese mes.

IV. Exposición.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García, entrega el siguiente Informe:

Las tendencias recientes de la inflación en la economía chilena revelan, por una parte, que las presiones de costos de corto plazo son inferiores a las anticipadas un tiempo atrás. En cambio, las variables que tienen una incidencia más duradera en la inflación, como son la brecha del producto y el crecimiento de la demanda, se han mantenido en una trayectoria más estable, conforme a lo proyectado en el *Informe de Política Monetaria* anterior. En estos hechos confluyen un proceso de baja de precios externos más intenso y prolongado que lo previsto y una tasa de crecimiento de los costos laborales más acotada, aspectos que mantienen contenidas las presiones de inflación, sobre todo en el corto plazo. Para los próximos trimestres, se espera un menor dinamismo en los sectores exportadores de recursos naturales, pero se aprecian también señales incipientes de expansión de la demanda privada, las que si bien son aún débiles, marcan un cambio en la tendencia que mostraban hasta ahora estos componentes del gasto. Así, en un horizonte más mediato, dadas las condiciones actuales de la economía internacional, el impulso que provee la política monetaria y la adecuación con que ha operado el sistema financiero interno, es previsible una aceleración de la actividad global, la que llegará a tasas de crecimiento por encima del crecimiento potencial, junto con una inflación acercándose gradualmente y con vaivenes al centro del rango meta a fines del horizonte de proyección. Este escenario es coherente con la actual orientación expansiva de la política monetaria, que mantiene la tasa de interés de política en 3%. Persisten, en todo caso, riesgos asociados a los desafíos que enfrentan diversas economías de la región, a la incertidumbre acerca de la marcha de la economía internacional y al vigor que mantenga la expansión del gasto interno.

Las tasas de inflación total y subyacente se han mantenido en torno a 3% y 2% respectivamente, con vaivenes pronunciados en la inflación mensual asociados al incremento precio del petróleo y del tipo de cambio, junto a su subsiguiente reducción. La rápida depreciación del peso hasta octubre se deshizo con igual velocidad en noviembre, lo que por ahora disminuye la probabilidad de escenarios cambiarios que pudiesen afectar drásticamente la trayectoria de la inflación futura. En este sentido, la política de intervención cambiaria anunciada a comienzos de octubre ha facilitado el mejor funcionamiento de este mercado, acotando los riesgos de escenarios extremos. Tendencias fundamentales han apoyado esta apreciación del peso durante las semanas más recientes, en particular, el mayor precio del cobre, la estabilidad relativa de las condiciones financieras en Brasil y la finalización de negociaciones para lograr un acuerdo de libre comercio con Estados Unidos de América. A su vez, la incertidumbre del conflicto en el Medio Oriente sigue presente lo que, junto con las turbulencias en otros países productores de crudo, ha afectado el precio del petróleo durante las últimas cuatro semanas. Así, aunque tanto por el lado cambiario como por el del precio del petróleo subsisten riesgos relevantes, los niveles actuales y las trayectorias esperadas de estas dos variables están aproximadamente alineadas con lo proyectado en el *Informe* anterior.

Más allá de estos aspectos, las perspectivas para la inflación en el mediano plazo se han ajustado a la baja debido a que existen otros factores, más persistentes, que reducen las presiones de costos esperadas para el año 2003 y, eventualmente, el año 2004. Por una parte, la compresión de márgenes ha sido menor a lo que se estimó en el curso del año 2002, gracias a que los precios unitarios en dólares del promedio de las importaciones de bienes de consumo



continuaron cayendo. Este proceso se prolonga ya, inesperadamente, por seis años consecutivos. En parte, esto revela que la depreciación de las monedas en mercados emergentes que son socios comerciales relevantes de Chile ha sido intensa, y que ella no se circunscribe exclusivamente a Argentina y Brasil. Adicionalmente, ha aumentado la capacidad de sustitución de proveedores, lo que ha llevado a un cambio relevante en la composición por origen de la canasta de importaciones de bienes durables en años recientes, productos que también continúan experimentando mejoras en calidad y disminuciones de costo gracias al desarrollo tecnológico. La desgravación arancelaria asociada a la firma de diversos tratados de libre comercio también contribuye al menor precio de importación de bienes de consumo. Por otra parte, se anticipa una desaceleración de los costos laborales. En particular, el reajuste del sector público aprobado recientemente se ubicó claramente por debajo de los incrementos de años anteriores y de los observados en promedio en el mercado del trabajo. Adicionalmente, la tasa de crecimiento de los costos laborales unitarios privados continúa moderándose. En su conjunto, estas menores presiones de costos permiten acomodar una descompresión gradual de márgenes que, en otras circunstancias, se habría materializado por la vía de aumentos en los precios minoristas.

Los factores anteriores tienen en sí mismos un carácter solo transitorio en la inflación anual, en la medida que la inflación esperada no se desvíe en forma persistente del centro del rango meta. En particular el Consejo, en esta oportunidad, estima que no existen cambios sustanciales respecto de lo estimado algunos meses atrás, en la evolución previsible de las brechas de capacidad y empleo que son, en principio, los elementos más persistentes asociados a las aceleraciones o desaceleraciones de la inflación.

Las noticias recientes por el lado de la actividad global provienen principalmente del sector exportador, al constatarse un crecimiento de las exportaciones de bienes y servicios durante el año 2002 menor al previsto hace algunos meses. Esto se explica, principalmente, por factores de oferta ligados a la minería, sector que ha mostrado una fuerte contracción, y por el impacto algo mayor al esperado de los problemas por los que atraviesan algunos países de la región. Esto último se aprecia en que, revirtiendo la tendencia de los dos años anteriores, los envíos (en valor) no tradicionales hacia América Latina sufrieron una caída durante el año 2002, disminución que no fue compensada por el aumento de los envíos a otras regiones. Por las mismas razones, los flujos de entrada de turistas también fueron más débiles que lo previsto durante el año pasado.

En relación con las perspectivas futuras, la gran minería del cobre ha concentrado las mayores novedades. Aunque se espera una reversión de la fuerte caída de la producción del año 2002, lo que aportará medio punto de crecimiento global al año 2003, esta magnitud es significativamente menor a la prevista, debido a los recientes anuncios de recortes en volúmenes por parte de importantes empresas del sector. En todo caso, por su naturaleza, los vaivenes de la actividad en sectores ligados a recursos naturales, en general, no afectan en forma directa las tendencias subyacentes de la inflación ni las presiones de costos. En efecto, al determinarse la producción de estos sectores principalmente por condiciones de precios internacionales o de disponibilidad física de recursos, y al demandar una porción pequeña de la fuerza laboral, sus fluctuaciones no se explican por cambios en el gasto interno ni están asociadas a alteraciones en las condiciones del mercado laboral.

Por su parte, el crecimiento esperado de las exportaciones no tradicionales de los próximos dos años ha tendido a moderarse. En esto ha influido la desaceleración de los volúmenes exportados de este tipo de bienes durante los últimos trimestres, la leve reducción en el crecimiento esperado de los principales socios comerciales para 2003 y 2004 y la caída, bastante generalizada, de los precios externos. En contra de estas novedades se encuentra el efecto que tendrán los acuerdos comerciales negociados durante 2002. De todas formas, las noticias en el entorno internacional tienden a reafirmar que la economía mundial, aunque con altibajos, está en una senda de crecimiento, sobre todo por la situación en Estados Unidos, economía que se encuentra evitando una nueva recesión. Ello a su vez pone coto al proceso de caída de precios externos, el que debería tender a disiparse en los próximos años. También



se espera que las exportaciones principales no cobre continúen con tasas de crecimiento moderadas.

El resto de la actividad interna ha continuado, a *grosso-modo*, la trayectoria de expansión prevista en septiembre. Las noticias más recientes tienden a reafirmar un panorama de gradual aceleración para los años 2003 y 2004, apoyado en el mejoramiento esperado del escenario internacional y en la actual política monetaria expansiva. Las tendencias recientes indican que, aunque el crecimiento promedio de los sectores distintos de pesca, energía y minería no ha sufrido variaciones significativas, la composición de esta expansión muestra señales incipientes de cambio, con un mayor dinamismo de los componentes más persistentes de la demanda interna y algo menos de empuje por el lado de los sectores exportadores.

En primer lugar, se aprecia en la información más reciente un repunte del consumo privado en desmedro de la acumulación de existencias. Los indicadores parciales, en este sentido, sorprendieron durante el cuarto trimestre de 2002, en particular las ventas de vehículos nuevos y de bienes durables del comercio y la industria. Esta trayectoria más dinámica se apoya en el crecimiento de las colocaciones de consumo las que, desde principios de ese año, presentan elevadas tasas de crecimiento mensual, mientras que el número de clientes del sistema financiero muestra también un claro incremento desde mediados de 2002. Esto ha sido posible gracias a que las reducciones de la tasa de interés de política monetaria (TPM) se traspasaron de manera significativa a las tasas de interés de la gran mayoría de los diversos tipos de operaciones de crédito a medida que transcurrió el año, en tanto que las tasas de interés de largo plazo alcanzaron niveles históricamente bajos durante 2002. Esto refleja que la política monetaria expansiva está surtiendo efecto en las actuales condiciones de crecimiento e inflación, a pesar de la fuerte volatilidad financiera regional desde mediados de 2001. Para ello, los principales mercados financieros internos han continuado funcionando con la flexibilidad y adecuación necesaria.

Las expectativas de los hogares han mejorado en los últimos meses, con un repunte significativo en las perspectivas globales en la última medición del IPEC, atribuible al término de las negociaciones del Tratado de Libre Comercio (TLC) con Estados Unidos y a una mejora incipiente de las percepciones acerca del desempeño del mercado laboral. En este sentido, a pesar de que las cifras del Instituto Nacional de Estadísticas (INE) no muestran quiebres significativos en la trayectoria de la tasa de desocupación desestacionalizada, la tasa de participación ha tenido incrementos en las últimas mediciones, luego de siete trimestres móviles de caída, mientras que el nivel absoluto de ocupación presenta una aceleración en el margen. A su vez, la tasa de desocupación del Gran Santiago, de acuerdo con la encuesta de la Universidad de Chile, presenta disminuciones de consideración con relación al año 2001. Un conjunto de antecedentes adicionales indica que la creación de empleo, al menos en el sector formal de la economía, está afianzándose. Los indicadores de vacantes, la ocupación reportada por la Asociación Chilena de Seguridad (ACHS) y el número de cotizantes en las AFP, muestran incrementos sostenidos desde hace varios trimestres. En todo caso, para la consolidación de este mejor entorno laboral es importante que se mantenga la actual trayectoria de crecimiento moderado del crecimiento de los salarios promedio de la economía, acorde con los actuales niveles de desocupación.

En segundo lugar, de acuerdo con lo previsto hace unos meses, la inversión continúa en una senda de bajo crecimiento. De hecho, la formación bruta de capital fijo de 2002 presentó una tasa de crecimiento nula con respecto a 2001. A pesar del continuado dinamismo del mercado inmobiliario, que desde principios del año 2001 muestra buenos niveles de ventas, la actividad de la construcción se ha desacelerado en meses recientes, mientras que el resto de los componentes de la inversión fija (como maquinaria y equipos e inversión no residencial) no presenta aún indicios de un cambio de tendencia. En todo caso, las tasas de inversión que se aprecian en la actualidad son coherentes con tasas de crecimiento económico superiores a 4%, en la medida que se normalicen los niveles de contratación y la productividad crezca de acuerdo con patrones históricos. De esta forma, mientras no se recupere con mayor vigor la actual rentabilidad promedio de los negocios, es difícil esperar un incremento notorio en la tasa



de inversión. Con todo, vale la pena destacar que las oportunidades de nuevos negocios que entregará el Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos, que se suma a los de la Unión Europea y Corea, así como su efecto en el ánimo de los inversionistas, debería favorecer una recuperación de la tasa de crecimiento de la inversión.

Los antecedentes disponibles indican que el proceso de acumulación de existencias continúa débil, lo que se evidencia en el estancamiento de las importaciones de consumo, en la estabilidad de la relación entre ventas y producción industrial, y en los inventarios reportados por las sociedades anónimas que publican Fichas Estadísticas Codificadas Uniformes (FECU). Esto es una indicación positiva para sustentar el repunte observado en el gasto ya que, considerando que el gasto público fue menos dinámico en la segunda mitad del año 2002, esta evidencia refleja la idea de que el consumo privado ha sido el componente que más ha contribuido a la aceleración de la demanda interna resto.

Por el lado de la política fiscal, el año 2002 habría cerrado con cifras cercanas a las adelantadas en la reciente discusión presupuestaria, con un déficit contable de 0,9% del PIB, coherente con un superávit estructural cercano al 1% del PIB. Para el año 2003 las finanzas públicas continuarán enmarcadas en la regla de superávit estructural, lo que implica un crecimiento del gasto con efecto macroeconómico equivalente a 3,4%, y una inversión pública que aumentará cerca de 7% en términos reales. Con ello, se espera un balance convencional igual a -0,7% del PIB para 2003. Es importante destacar que estas cifras no deterioran de manera significativa la posición de deuda neta o bruta del gobierno central.

Basado en los precios a futuro y en las expectativas de los analistas del mercado del cobre, se anticipa un incremento en su precio hasta US\$0,76 por libra en 2003 y US\$0,82 por libra en 2004. Del mismo modo, se proyecta una tendencia hacia la estabilidad en el precio del petróleo durante la segunda mitad de 2003, con valores promedio de US\$25 y US\$23 por barril en los mismos años. Asimismo, se supone que la economía mundial continúa sin sobresaltos en una senda de recuperación del crecimiento de tendencia, gracias a la conjunción de políticas macroeconómicas expansivas en las principales economías. En particular, las recientes reducciones de tasas de interés por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos y el Banco Central Europeo deberían afianzar este panorama. Estos antecedentes apoyarán un incremento moderado de los términos de intercambio, del orden de 2,5% promedio anual para los años 2003 y 2004. Este escenario central no considera turbulencias mayores en los mercados financieros, pero tampoco un resurgimiento significativo de los flujos de capitales a la región. Todo ello permite esperar que la política monetaria expansiva continúe contribuyendo a robustecer el gasto privado, en particular, el consumo y la inversión. En un plazo más largo, este impulso de la política monetaria, las mejores condiciones previstas para el entorno internacional y una paulatina recuperación de los niveles de confianza de los distintos agentes, favorecerán una aceleración del crecimiento.

Con todos estos antecedentes, se estima que el panorama de actividad en el corto plazo dependerá principalmente de los cambios que tengan sectores de oferta ligados a la explotación de recursos naturales, previéndose que en el escenario central de este *Informe* el crecimiento en 2003 se ubicará entre 3% y 4%. Se espera, además, que el crecimiento de la actividad durante 2004 se ubique por sobre el crecimiento potencial de la economía, aunque algo por debajo de 5%. Dado que la estimación del crecimiento potencial para los próximos dos años fluctúa en un rango de 3,5% a 4% anual, este escenario de crecimiento es coherente con una reducción parcial, equivalente a aproximadamente 1% del PIB, en las holguras de capacidad que existen en la actualidad. La evolución de esta brecha entre la capacidad productiva utilizada y la disponible, más que una tasa de crecimiento particular, es el factor relevante para determinar presiones inflacionarias. En todo caso, como es de esperar, la incertidumbre asociada a la proyección para 2004 es bastante mayor que la respectiva para 2003. El gasto, en tanto, tendrá una expansión por sobre el crecimiento del PIB en el bienio, apoyado por un mejoramiento del ingreso nacional, con lo que el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos se ubicará aproximadamente en 1% del PIB.



Estas cifras de crecimiento esperado son levemente inferiores a las del último *Informe*, corrección que también se ha producido en las expectativas de crecimiento de analistas privados. En particular, de acuerdo a la encuesta de expectativas del Banco Central, la mediana del crecimiento esperado se ha reducido en algunas décimas desde septiembre del año 2002, pasando de 3,5% y 4,5% para los años 2003 y 2004, respectivamente, a 3,1% y 4,2% para los mismos años. Por su parte, la proyección promedio de crecimiento para 2003 reportada en el último número de *Consensus Forecasts* fue de 3,5%, cifra que se compara con el 4,1% de la última edición disponible para el *Informe* anterior.

Como se mencionó, aunque este panorama de crecimiento global no altera de forma fundamental la previsión de holguras relevantes de capacidad y empleo, se esperan menores presiones inflacionarias gracias a la trayectoria más moderada de los costos. Por un lado, la trayectoria acotada de los costos laborales unitarios, junto con una leve tendencia de apreciación del tipo de cambio real y niveles de inflación internacional moderados, acomodará una suave descompresión de márgenes sin generar presiones inflacionarias de magnitud. Por otro, el escenario de precios del petróleo incorpora una tendencia a la declinación.

Con ello, es posible que la inflación del Índice de Precios al Consumidor (IPC) se ubique transitoriamente por debajo del piso del rango meta hacia el segundo semestre de este año, para llegar a 2% a diciembre y acercarse a cifras del orden de 2,7% a fines del año 2004. En este escenario, la inflación promedio llegará a 2,4% y 2,3% en 2003 y 2004, respectivamente. La inflación subyacente (IPCX) que excluye los precios de las frutas y verduras frescas y de los combustibles, tendría, en tanto, una trayectoria cualitativamente similar, pero menos pronunciada, manteniéndose en torno a 2% por varios trimestres para luego llegar a 2,8% hacia fines del año 2004. En promedio, el IPCX aumentará 2,1% en 2003 y 2,7% en 2004.

Por último, cabe notar que las expectativas de inflación que se deducen de los diferenciales de tasas de interés han sido bastante inestables en el último tiempo, pasando en solo un par de meses desde 3,6% a algo más de 2% para la inflación promedio en un horizonte de cinco años. Más allá de reflejar el cuadro de menores presiones inflacionarias que se ha discutido en este *Informe*, estos cambios podrían explicarse por algún grado de sobrerreacción de las expectativas de inflación de los mercados financieros inducida por los movimientos de la inflación mensual y por cambios en los premios por riesgo asociados a la composición del portafolio deseado. Es difícil, por ahora, atribuir a estos movimientos indicios de una desalineación de las expectativas de inflación respecto del 3%. Por su parte, la mediana de las expectativas de inflación de los analistas que recoge la encuesta del Banco Central no ha cambiado en los meses recientes, manteniéndose en 3% para fines de los años 2003 y 2004, con una dispersión reducida.

Balance de riesgos

Las tendencias centrales contenidas en este *Informe* constituyen el panorama que se estima como más probable. Sin embargo, como es habitual, existen riesgos relevantes que configuran escenarios alternativos tanto para la inflación como para el crecimiento. De partida, el escenario de conflicto bélico en el Medio Oriente puede tener consecuencias muy variadas sobre el entorno internacional. Una guerra prolongada y costosa, que afecte las reservas disponibles de crudo, podría significar precios del petróleo persistentemente elevados y turbulencias mayores en los mercados financieros, con consecuencias negativas para el crecimiento y la inflación internacional.

En la región, la nueva administración en Brasil enfrenta grandes desafíos para la estabilización macroeconómica. Aunque éste es un riesgo importante para la estabilidad financiera regional, se ha visto cómo, frente a estos focos de incertidumbre en los últimos años, los mercados financieros internos en Chile han reaccionado con flexibilidad. Otros países de la región también pasan por momentos de inestabilidad que podrían agravarse, aunque sus consecuencias son por el momento menos relevantes que el caso de Brasil.



También subsiste la incertidumbre sobre la rapidez con que el mundo desarrollado volverá a crecer a tasas de tendencia, al igual que la firmeza con que evolucionarán los precios de los principales productos de exportación del país, en particular el cobre, como consecuencia de esta recuperación. No obstante, este factor de riesgo se ha atenuado desde septiembre pasado. Existe, por otra parte, algún grado de incertidumbre respecto del precio que el cobre alcanzará en el largo plazo, derivado de los importantes incrementos de productividad que ha tenido la industria. Más allá del efecto que tiene el ciclo económico global, este factor limita la precisión de las proyecciones del precio del cobre para el año 2004.

Por el lado de la economía interna, el principal foco de incertidumbre está en la dirección que tome el reciente repunte del gasto en consumo. El escenario central considera que al menos una parte es más persistente, y responde con los rezagos esperados a la política monetaria expansiva. Si esto no es así, y durante el primer trimestre del año 2003 se da una nueva desaceleración por un deterioro adicional de las expectativas de los hogares y/o de una reversión de las tendencias recientes en el mercado del trabajo, el dinamismo del gasto agregado en 2003 será menor al considerado en el escenario base. También es factible que las tendencias recientes se afirmen, lo que puede dinamizar el gasto en existencias y, eventualmente, la formación bruta de capital, logrando una aceleración de la actividad algo mayor. En este mismo sentido, están aún por verse las reales consecuencias de los importantes tratados comerciales acordados durante 2002 y, desde una perspectiva más general, las posibilidades de que el PIB potencial recupere una senda de expansión más dinámica.

En términos de inflación, además de los efectos directos por trayectorias alternativas de la actividad y el empleo, subsiste la incertidumbre sobre su componente importado. Esto incluye tanto los posibles vaivenes que pueda sufrir el precio del petróleo —con consecuencias más notorias para el caso de la inflación IPC— como la rapidez con que se normalice el comportamiento del nivel de precios de los bienes importados. A esto se agrega el riesgo de que la evolución más acotada de los costos laborales no sea lo persistente que se presume en el escenario central.

Con este conjunto de antecedentes, el Consejo estima que el balance de riesgos para la inflación es al alza: de darse escenarios alternativos, se considera que aquellos que resultan en mayor inflación son más probables y/o tienen asociadas desviaciones más pronunciadas respecto del escenario central. En tanto, se estima que el balance de riesgos para el crecimiento es a la baja. Los principales factores de riesgo que podrían acelerar la inflación respecto de lo proyectado en el escenario base son también factores que se asocian a perspectivas de crecimiento más débiles. En los próximos meses el Banco Central pondrá especial atención a las distintas presiones de costos, incluyendo la evolución de los precios de bienes importados, de los costos laborales, de los mercados financieros regionales, y de la fortaleza del proceso de aceleración de la actividad y el gasto.

El Presidente ofrece la palabra a los asistentes para comentar sobre la información entregada.

El Consejero señor De Gregorio consulta sobre qué se estimaba para la inflación IPC e IPCX para diciembre del año 2002 y cómo los valores efectivos se relacionan con los históricos que se ha tenido en materia de IPC e IPCX.

Contesta el Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García, señalando que en septiembre de 2001 y en enero de 2002 el escenario de precios estaba bastante influenciado por la trayectoria del tipo de cambio, llegando a cifras algo por sobre el 3%. Por lo tanto, en términos de lo que es la inflación del IPC está bastante alineado, pero por el lado de la inflación del IPCX está alrededor de un punto o más por debajo. De hecho, la inflación del IPCX de diciembre, de 1,8%, está dentro de los valores más bajos de la historia.



El Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera, desea hacer un comentario sobre el concepto brecha de capacidad o brecha producto y la utilidad que tiene para los fines de esta reunión de política monetaria. Recuerda que en la reunión pasada se habló de que la brecha de capacidad es un concepto teórico, no verificable, y su utilidad para esta reunión es resumir en una variable lo que ha sido la trayectoria pasada del producto y obtener sus implicancias para el comportamiento futuro del crecimiento económico y de la inflación a través del ciclo y el período relevante para la política monetaria. En ese sentido, le llama la atención el comportamiento de la brecha de capacidad que está supuesto en el Informe para los próximos años, en relación a dos aspectos: Primero, la lentitud con que se está cerrando esta brecha de producto en el horizonte de proyección, apenas 1% en el plazo de dos años. Esto parece implicar que la brecha no es muy relevante para predecir el crecimiento futuro del producto, porque de lo contrario, una brecha inicial de 5% más condiciones favorables en otros aspectos como la política monetaria, debería llevar a un crecimiento más rápido. Segundo, la relativa insensibilidad de la inflación respecto del comportamiento de la brecha producto. Nuevamente, con una brecha producto inicial de 5% se esperaría que la inflación presentara una desaceleración mayor. Pero, en cambio, hay aceleración modesta y además se considera como elementos de riesgo que no persistirá la desaceleración de salarios o que los márgenes se descomprimirán. Con una brecha inicial de 5% y de 4,5% en promedio los próximos dos años, estos riesgos no debieran ser muy relevantes.

Desde un punto de vista metodológico, le parece que es necesario avanzar en buscar medidas alternativas de la brecha producto que sean más apropiadas para la proyección del producto y la inflación en el ciclo económico y en el horizonte relevante para la política monetaria. En particular, le parece apropiado que el concepto de brecha para la política monetaria no tiene por qué ser igual al concepto relevante para la política fiscal que puede tomar en cuenta un período mayor y no resulta conveniente identificarlos en uno solo, como al parecer se está haciendo. Por ejemplo, se podría argumentar que la brecha de producto relevante para la política monetaria se va depreciando con el tiempo. Una ampliación de la brecha de 1% puede ser recuperada con prontitud al año siguiente, y si esto no ocurre, tendrá un impacto negativo sobre la inflación. Pero si pasa el tiempo y no se cierra, al cabo de dos años sus efectos sobre producto o inflación serán menores.

Así, por ejemplo, señala que se puede contar una historia por el lado del mercado del trabajo que mientras más dura el desempleo, más se deprecia la productividad de los trabajadores y mayor es su dificultad para reincorporarse a la fuerza de trabajo. En consecuencia, a medida que pasa el tiempo, resulta más difícil que estos trabajadores sean recontratados y también es menos probable que los trabajadores que quedan marginados constituyan una presión real a la baja de los salarios. Por el lado de las inversiones, probablemente también existe una historia similar respecto de la obsolescencia del capital, y por el lado financiero, la demora en el cierre de las brechas implica que las firmas están financiando el capital no con retornos, sino con deuda adicional y aumento de las razones de leverage, situación que el tiempo reduce la capacidad de inversión de las empresas.

Todo esto apunta a que la brecha relevante para la política monetaria y para los próximos dos años, probablemente es menor del 5% que se supone en el Informe. Esto probablemente no cambie las proyecciones en forma sustantiva, pero cree que convendría ahondar en este tipo de conceptos, para una mejor comunicación de este tipo de conceptos que son importantes para la definición de la política monetaria.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor García, manifiesta que lo esencial es el vínculo entre la medida de brecha y la inflación. No si el nivel de la brecha es muy amplio hoy. A ese respecto, el concepto de brecha, como se ha discutido en otras oportunidades, está íntimamente ligado al concepto de márgenes y para el caso de los márgenes también se puede dar este fenómeno de depreciación que menciona el señor Herrera en la cual las firmas se ven presionadas en sus márgenes por períodos complicados de demanda. Eso motiva mejoras en eficiencia que reducen los niveles de ocupación en términos más persistentes, y acotan también



la capacidad o la fuerza de la recuperación del empleo con posterioridad. Pero también permiten que esta compresión de márgenes tenga un carácter más persistente. En este sentido, en el Informe lo importante en la proyección de inflación no es el nivel de la brecha en sí, sino que cuánto ella se reduce en este horizonte de proyección. Ese punto porcentual es el cambio relevante porque tiene también asociado un cambio en el nivel de los márgenes. En otros términos, no es relevante en sí misma la diferencia entre el PIB potencial y el PIB efectivo a fines del horizonte de proyección, sino que esa diferencia vis a vis la diferencia entre los márgenes efectivos y los márgenes normales. Lo que importa es que los márgenes se descomprimen y que también la brecha se cierra en una cierta magnitud. Se podría tener una situación alternativa en la cual la brecha es mucho más pequeña, pero de todas formas se da esta reversión de que esta brecha, por ejemplo, llegue a un nivel de 0 potencial, pero eso sería consistente con que los márgenes también se descomprimen hasta un nivel normal en el horizonte de dos años. Las consecuencias inflacionarias de este escenario alternativo sería la misma que la que se presenta en el Informe.

Señala estar de acuerdo en que enfatizar demasiado el nivel absoluto de la brecha puede ser algo confuso donde el punto central es cuánto cambia esa brecha en el horizonte en el cual se realizan las proyecciones.

El Consejero señor De Gregorio, en relación con este punto que le parece sumamente relevante, señala que si se observa la serie de brechas, en general, son bastante persistentes. Recuerda que en los años 90 también hubo un período de brecha negativa y bastante persistente y con presiones inflacionarias muy fuertes, de manera que el punto es bastante importante porque, en definitiva, lo que aquí interesa de la brecha es ver cómo ayuda a predecir la inflación. Y lo que está detrás de eso, complementando lo que ha dicho el señor García, son las presiones que ejerce sobre los márgenes y sobre los salarios, de manera que, si lo que le interesa es tener buenas predicciones de lo que va a pasar en adelante con salarios y márgenes, se pensaría también que ambos son independientes y siguiendo la idea del señor Herrera, son más dependientes en los cambios. O sea, si no hay mucho cambio y si persiste mucho la efectividad que tiene para producir aceleraciones o desaceleraciones de la inflación es mucho más baja. Tal como decía el Gerente de Análisis Macroeconómico respecto del impacto sobre los márgenes, son los cambios los que tienen esos efectos.

El Gerente de División Estudios, señor Valdés, señala estar de acuerdo con que se ha tenido una brecha muy persistente, pero también, que han existido shocks muy fuertes del mismo signo. Comenta que desde el año 1997 hay, al menos, dos o tres episodios globales de shocks negativos que pueden explicar la persistencia.

Respecto de la brecha negativa que hubo durante los años 90 y la no aceleración de la inflación en ese momento, dice que existen buenas explicaciones. Hay otros factores muy importantes detrás de la desaceleración de la inflación, en particular, las ganancias de productividad y, por lo tanto, costos laborales unitarios que cayeron de manera importante, así como la apreciación del tipo de cambio. Lo que hace la brecha es simplemente actuar como un acelerador o un retardador de estas transmisiones, pero al final los costos fueron cayendo suficientemente permitiendo una menor inflación.

Sobre este mismo punto, señala el señor Jadresic que una de las noticias más importantes respecto a los últimos meses, es una reducción en la inflación subyacente bien marcada, con un punto porcentual menos no sólo respecto a comienzos de año sino que respecto a lo que se esperaba hasta hace pocos meses atrás. La pregunta que surge es "qué es lo que está detrás de eso". Una hipótesis razonable cuando se observan los determinantes de la inflación subyacente es que está largamente relacionado con la evolución de la brecha de capacidad y su impacto en las presiones inflacionarias, entonces, surge la pregunta si acaso no se ha subestimado el efecto de esa brecha existente sobre la inflación en las proyecciones recientes, y cree que esto es muy importante porque hace preguntarse al final si existe la posibilidad de un riesgo de que se subestime la inflación a futuro porque no ha sido considerado en su plena magnitud este efecto.



Agrega que otra alternativa que no tiene que ver con la brecha de capacidad es algún otro elemento, pero ahí entonces el tema es cuál es ese otro factor, cuál es el grado probable de persistencia que se puede esperar de ese factor a futuro, si existe algún grado de correlación en el tiempo, esto es, errores de predicción. Por consiguiente, nuevamente se está en un escenario en el cual la inflación efectiva pudiera estar por encima de la inflación que se observe a futuro.

El señor Valdés señala que a riesgo de mecanizar los argumentos, vale la pena juntar lo dicho por el señor Herrera que plantea tener cuidado de los niveles absolutos de brecha, y lo del señor Jadresic que dice que la elasticidad de la inflación respecto a las brechas podría ser mayor. Manifiesta que las estimaciones se hacen cargo de estas interrogantes porque justamente son coherentes una con la otra: si se está sobrestimando la brecha, la elasticidad va a ser pequeña, y si se está subestimando la brecha, la elasticidad va a ser más grande. La fuerza de las holguras que están detrás de estas mediciones son los promedios de la muestra. Dice que aún cuando sabe que los dos comentarios son más profundos, al menos están ligados uno al otro y de cierta manera se resguardan uno del otro.

El señor Herrera dice entender ese punto, pero le parece que igualmente el concepto de brecha deja de ser útil desde un punto de vista comunicacional cuando en el horizonte de política monetaria prácticamente no se cierra y tampoco tiene mucho efecto sobre la inflación.

El Gerente de Investigación Económica, señor Schmidt-Hebbel, manifiesta que esta discusión le recuerda una que hubo a fines de los años 80 o comienzos de los 90 respecto de la histéresis del desempleo o si se debía cerrar la brecha de desempleo, recordando que hubo personas que en ese momento -algunos de ellos ex Ministros de Hacienda- que decían que no iba a bajar del 10%. La integral de tiempo y dimensión de brecha del período 1974 - 1990 no tiene ninguna comparación, fue muy superior a la pequeña integral que se está viendo, entonces hubo un sobredesempleo de más o menos 10 puntos porcentuales y se llegó, luego de los años 90, a un desempleo del 6%. En este caso existe una brecha en promedio -mirando el gráfico del IPOM actual- en torno a 4 ó 5 puntos por cuatro años, por tanto el efecto histéresis que no se vio en ese episodio es difícil inferir de eso que sea muy importante un episodio mucho más breve. En ese sentido, desea rescatar todavía la medida de la brecha, más aún, esta brecha está altamente correlacionada con el sobredesempleo de los hombres de 35 a 54 años que es un indicador cíclico en general muy bueno porque no se deprecia tanto ese segmento de la masa laboral como los jóvenes, que cuando no se emplean durante 10 años nunca han acumulado experiencia.

El Presidente acepta que en esta oportunidad la discusión metodológica tiene que estar muy estrechamente vinculada con la decisión de la política, pero si se convierte esta reunión en una discusión metodológica va a resultar eterna. Cree que el punto metodológico está planteado y que en esta reunión conviene explorarlo desde el punto de vista de sus consecuencias de política más que desde el punto de vista de buscar fórmulas de mejorar las mediciones a futuro, lo que habrá que hacer también más adelante.

El Consejero señor Desormeaux comparte lo que acaba de decir el Presidente y también todas las observaciones anteriores y lo que quiere plantear, básicamente, es que éste es un tema muy fundamental y que hay que resolver, no siendo éste el momento para hacerlo. Propone que para el próximo Informe de Política Monetaria de mayo este tema tenga toda la atención que merece y si como resultado de ese análisis se llega a la conclusión, por ejemplo, de que el crecimiento potencial es menor y que las brechas son menores, se tomará en cuenta y todas las consecuencias correspondientes. Cree que hoy día no se está en condiciones de hacer ese juicio.



La Consejera señora Ovalle consulta a la División Estudios si tiene alguna proyección de la demanda interna para el primer trimestre, porque hoy día aparecieron en los diarios varias proyecciones de analistas que son bien divergentes.

Contesta don Pablo García indicando que su proyección del PIB para el primer trimestre es de 3,6% y que de hecho es una trayectoria en términos de velocidad inferior a la que tuvo en el cuarto trimestre. Para el gasto se ha estimado un 5,2%, básicamente, empujado por lo que se espera ocurra con las importaciones y bajo el nivel de las mismas en febrero del año pasado.

El Vicepresidente señor Marshall consulta sobre los escenarios ya sea de riesgo, en particular, la incertidumbre de Brasil y la pregunta que le surge es qué información adicional aporta al análisis que se tenía del IPOM la colocación del bono soberano, con la tasa, con el spread, con la demanda, etc. Lo menciona en los siguientes términos: en el IPOM lo que se tiene y lo que de alguna manera ha estado en las últimas reuniones de política monetaria, es un reconocimiento de un escenario de demanda un poco más estable o menos dinámico o de menor crecimiento, pero una constatación de mayor incertidumbre o una constatación de un ambiente de muy alta incertidumbre ya sea por el escenario internacional del precio del petróleo y conflictos bélicos o, más en particular, por el fenómeno más regional.

A su juicio, lo que sucedió con Argentina es que llegó un momento en el cual el contagio tendió a disminuir rápidamente y de ahí para adelante los eventos posteriores del citado país dejaron de repercutir en el tipo de cambio o en el riesgo soberano. Piensa que no es descartable también que algo de eso ocurra en el caso de Brasil, es decir, hay un fenómeno aparecido recientemente en las últimas semanas, el fenómeno de contagio o de vínculo, pero que ha estado un poco más separado, la información de Brasil es positiva. Pero tiene la impresión de que toda la colocación del bono soberano, por parte del Gobierno chileno, entrega una información en el sentido de que los riesgos financieros regionales, o sea, aquellos que provienen de una situación de América Latina sujeta a un shock financiero más o menos severo, son más acotados de lo que se ha considerado en las últimas reuniones y de alguna manera también más acotados de lo que está implícito en el análisis de riesgo actual, o sea, no ve que la distribución de estos riesgos tenga una diferencia muy importante respecto a dos reuniones anteriores y le da la impresión que la información que se tuvo ayer, podría llevar a que este riesgo esté bastante más acotado aún. Lo plantea en esos términos pero le gustaría escuchar opiniones sobre este punto.

El Consejero señor De Gregorio, desde el punto de vista del spread, la impresión que tiene es que estamos en un momento de spread bajo, que llama la atención, y en ese sentido el apetito por estos papeles es bastante importante, o sea, el hecho de la resolución y las órdenes que han habido indicarían que hay bastante interés y de alguna u otra manera los riesgos financieros podrían ser eventualmente mucho menores para Chile respecto a lo que está pasando en la región.

El Gerente de División Internacional, señor Jadresic, en relación a la consulta del señor Vicepresidente, tiene la impresión que respecto de unos meses atrás, esto efectivamente entrega información en el sentido de que hoy día hay, o menores riesgos en la región y menores riesgos de contagio o un mayor apetito y mayor confianza de inversionistas en la región, reflejado básicamente en spreads que son más bajos que hace algunos meses. Sin perjuicio de ello, ya se había observado una reducción en estos spreads y el spread resultante de esta colocación es similar a lo que se observa en el mercado y que está incorporado en el escenario del IPOM, de tal manera que en lo esencial está tomado en cuenta ese cambio de escenario en el IPOM. Sin perjuicio de ello, es interesante rescatar el hecho que alrededor del 90% de la colocación ha sido comprada por inversionistas institucionales dedicados a bonos high grade, lo cual puede apoyar la hipótesis de que a futuro habrá un menor grado de correlación entre el spread chileno y los índices de economías emergentes. En el margen, podría haber allí una pequeña noticia, pero esto solamente es tema hasta en términos de



hipótesis. Señala que, en lo fundamental, está capturado en el IPOM este escenario de menor spread y de menor riesgo.

El Presidente agrega que es muy probable que la colocación actual de bonos fiscales fortalezca la visión del escenario central, más que la visión del escenario de riesgo. Si el mercado le diera mayor importancia al escenario de riesgo, es probable que todo el conjunto de premio soberano se mueva hacia arriba, lo que no ha ocurrido no solamente con la nueva colocación sino que la nueva colocación no agrega mucho más a los premios soberanos de lo que ya está colocado, porque se ha visto que esas cifras sí están reflejando razonablemente lo que está ocurriendo en el mercado. Por tanto, el nuevo bono no agrega mucho a eso pero el conjunto de premio soberano, si el mercado estimara que los escenarios de riesgo malos tuvieran una mayor probabilidad, lo más probable es que todo el conjunto de premio soberano se moviera hacia arriba. El hecho que no se vea moviéndose hacia arriba le parece que puede interpretarse probablemente como que el mercado está más bien mirando nuestro escenario central y confiando en ese escenario, que dándole una alta probabilidad a los escenarios de riesgo.

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

Al respecto, el señor Valdés señala lo siguiente:

1. En la reunión de política monetaria del mes de diciembre, el Consejo decidió mantener la tasa de política monetaria en 3% anual. Una serie de factores permitían conjeturar que la inflación estaría en la parte baja del rango meta durante algunos trimestres durante 2003 y 2004. Sin embargo, la evolución de la situación de Brasil planteaba un escenario de riesgo relevante. Por el lado del sector real, se habían confirmado las noticias de menor expansión de sectores ligados a recursos naturales, observándose además un mayor dinamismo del consumo.
2. Las noticias más importantes desde la última reunión son las siguientes:
 - En el sector real de la economía los datos son mixtos. Aunque los antecedentes reafirman la idea de un mayor dinamismo del consumo, el crecimiento de la industria en noviembre fue pobre y las importaciones de diciembre fueron menores a las proyectadas hace un mes. El aumento en los niveles de ventas inmobiliarias parece estar deteniéndose mientras que las cifras de permisos de edificación se mantienen reducidas.
 - Si bien la inflación de diciembre estuvo dentro de lo esperado, el precio del petróleo aumentó desde US\$ 26 a comienzos de diciembre a niveles en torno a US\$ 30 en las últimas semanas.
 - Los indicadores financieros de Brasil han mostrado una mejoría, aunque aún no logran niveles coherentes con una plena estabilización macroeconómica. Los riesgos de turbulencias financieras están vigentes en la región.
 - La posibilidad de una guerra en el Medio Oriente es cada vez más cierta. Más allá de los efectos que esta situación puede desencadenar sobre el precio del petróleo, los que son difíciles de proyectar, esta situación es una importante fuente de incertidumbre. Una guerra prolongada tendría efectos negativos sobre el crecimiento mundial, los precios de materias primas y, posiblemente, sobre los mercados financieros globales.
3. Con relación a los resultados de la ronda de proyecciones realizada para esta reunión de política monetaria, cabe destacar que, en el escenario central y bajo el supuesto de política monetaria constante, la inflación se acerca progresivamente al centro del rango meta en el horizonte de proyección, aunque con vaivenes importantes en el caso del IPC. Específicamente, bajo el supuesto de que se mantiene la tasa de política monetaria en 3%,



se proyecta que la inflación llegará a 2% a fines de este año, siendo incluso menor a 2% en algunos meses puntuales, para finalizar en 2,7% a fines del horizonte de proyección. El IPCX, en tanto, aumentará paulatinamente desde sus niveles actuales, llegando a 2% a fines de año y a 2,8% a fines del año 2004. En este escenario se proyecta un cierre parcial de las brechas de capacidad, lo que se logra con un crecimiento de la actividad de 3,5% este año y algo menos que 5% en el próximo. Además del cierre parcial de brechas, en este panorama de aceleración gradual de las presiones de inflación subyacentes y oscilaciones importantes en la inflación anual, se conjugan los siguientes factores: (i) un descenso relativamente rápido del precio del petróleo; (ii) un tipo de cambio real marginalmente más apreciado que el actual; (iii) la normalización de la inflación externa relevante; y (iv) salarios que aumentan de acuerdo a las prácticas de indización históricas, aunque sin deshacer los menores reajustes de salarios que se verificaron en los últimos meses.

4. Con todo, un aspecto que vale la pena resaltar es que la proyección de inflación hacia fines del horizonte de proyección no se encuentra sustancialmente desviada del 3%, o en una trayectoria divergente, como sí ha sucedido en algunas de las oportunidades en que se ha decidido un recorte de tasas. Esta situación refleja que las presiones inflacionarias subyacentes se normalizarán con el gradual cierre de brechas de capacidad, lo que es coherente con perspectivas de un mayor crecimiento, en parte gracias al propio impulso monetario. En lo fundamental, la reducción de la inflación proyectada obedece a shocks de costos, los que en general no tienen un efecto sobre la inflación de igual persistencia al que tiene una ampliación de las brechas. Detrás de estos costos está la reducción esperada en el precio del petróleo, luego del *peak* que se observará durante el primer trimestre, y la trayectoria de salarios mencionada.
5. Respecto del balance de riesgos que se construye a partir de escenarios alternativos al escenario central del Informe de Política Monetaria, se considera que para el caso de la inflación éste es al alza, mientras que para la actividad es a la baja.
6. Con estos antecedentes es difícil justificar un alza en las tasas de interés. Al igual que en la reunión anterior, el argumento de mayor peso utilizado para sugerir un aumento de tasas es la evolución del dinero M1A. Sin embargo, como se desprende de los distintos análisis realizados en el Banco, se estima que la trayectoria del dinero no representa un riesgo relevante para la estabilidad de precios. Por lo tanto, las opciones que se plantean son mantener la tasa de política monetaria en su nivel actual o disminuirla. Si se decidiera esto último, es probable que, dado los escenarios de riesgo, un recorte moderado de 25 puntos base sería más apropiado.
7. Si se considera exclusivamente el escenario central del Informe de Política Monetaria, es posible argumentar que la mejor opción es reducir la tasa de política monetaria, incluso en una magnitud de 50 puntos base. En efecto, tanto la inflación subyacente en los próximos 12 meses, como la inflación total en los próximos 24, están por debajo de 3%. Aún más, la inflación estará por debajo del rango meta durante algunos meses a fines de este año. Una rebaja de tasas, en este sentido, es coherente con restablecer una trayectoria esperada para la inflación más cercana al objetivo de 3%.
8. En todo caso, en esta ocasión se estima que, dada la incertidumbre que se enfrenta, el análisis de opciones de política deben tomar en cuenta cuidadosamente los escenarios alternativos, su respectivo balance de riesgos y las acciones que probablemente se seguirían en esos casos. Como se sabe, son dos los escenarios alternativos más relevantes que han determinado el sesgo en el balance de riesgos: i) la probable guerra en el Medio Oriente y ii) la situación por la que atraviesa la región, en particular, Brasil. En ambos casos se trata de shocks de oferta, probablemente transitorios, que tienen alguna persistencia difícil de anticipar y que aceleran la inflación y reducen el crecimiento. Posiblemente, por los propios rezagos y persistencia de las variables, el efecto en inflación sea de menor duración que el efecto en actividad, y el efecto inflacionario se atenúe en algún grado por el propio efecto contractivo de los shocks.



9. De darse estos escenarios más extremos, no es fácil justificar la necesidad de una tasa de política monetaria menor a la actual, a no ser que se piense que estos shocks se revertirán en un plazo breve y/o que tienen efectos que amplían sustancialmente las brechas en el uso de capacidad. Ahora bien, tampoco se puede argumentar que estos shocks requieren de un aumento en la tasa de política monetaria a todo evento. Ello se puede justificar en la medida que, por motivos de estabilidad financiera, sea adecuada una política monetaria con un sesgo más neutral que la actual o, como se ha discutido otras veces, si las expectativas de mediano plazo tienden a desanclarse. En su conjunto, se estima que un análisis basado únicamente en estos escenarios de riesgo justificaría mantener las tasas en su nivel actual, que es claramente expansivo.
10. Respecto de consideraciones más estratégicas, en esta oportunidad cabe resaltar tres. Primero, las expectativas para esta reunión son mayoritariamente de mantención, aunque unos pocos analistas consideran posible un recorte. Segundo, al igual que el mes pasado, un elemento que podría justificar postergar un eventual recorte de la tasa de interés es que aún estamos en el período definido como de excepción para el mercado cambiario y continúa el proceso de venta de documentos indexados al tipo de cambio. Más allá de que pueda o no existir una contradicción entre emitir BCDs y recortar las tasas simultáneamente, existe un riesgo de confusión en la comunicación de las políticas del Banco. Tercero, las proyecciones de inflación que contiene el informe probablemente constituirán una noticia para una porción importante de analistas, por lo que podría ser recomendable evaluar cómo se reciben antes de decidir un cambio de política.

El Presidente ofrece la palabra para comentar las opciones.

El Gerente de División Política Financiera, señor Herrera, manifiesta que su comentario se refiere a la relevancia de los escenarios de riesgo para esta decisión de política monetaria. En su opinión, los riesgos al alza en el IPC que se revisaron en la presentación y en el último resumen son efectivos, pero poco relevantes para los efectos de la presente decisión de política monetaria. Primero, porque las proyecciones centrales para la inflación están en la parte baja del rango meta, van del 2% al 2,8% en una tendencia ascendente, pero siempre por la parte baja, lo que es un seguro para efectos de absorber esos shocks. Segundo, si se materializaran shocks como los mencionados también la inflación puede ir hasta un 4%, se tiene un margen de holgura para shocks inesperados y por lo tanto, la probabilidad o los riesgos de que la inflación se salga fuera del rango meta, ya sea por circunstancias previsibles o por circunstancias inesperadas son bastante bajas, en consecuencia, los riesgos para la credibilidad monetaria también son bajos. En ese sentido, cree que no sería necesario tomar acciones preventivas de política monetaria para atenuar esos riesgos y tampoco sería necesario inhibir decisiones de recortar la tasa de interés, porque existen estos riesgos alcistas.

El Gerente de Investigación Económica, señor Schmidt-Hebbel, señala que las proyecciones del escenario base o escenario central de la División Estudios, tanto para la inflación como para la posición cíclica futura, justificarían adoptar una posición de política más expansiva en política monetaria. Sin embargo, y tal como se señala en el análisis como en la minuta de opciones de política, hoy se enfrentan dos riesgos significativos al alza en la inflación y así también lo menciona el IPOM. La guerra del Medio Oriente, más prolongada de lo que está ya, descontada del escenario base y una crisis financiera en Brasil, ambos escenarios tendrían importantes consecuencias sobre la inflación medida total, en forma temporal, pero por un período difícil de anticipar dada la incertidumbre y el riesgo de la extensión y las repercusiones tanto del conflicto del Medio Oriente como también de la crisis en Brasil.

Al respecto tiene un pequeño comentario en relación a la comparación con Argentina que mencionó el señor Marshall. Estima que la crisis en Brasil que podría tener repercusiones más severas, en parte, por el tamaño, obviamente que representa en el portafolio, en el PIB mundial, en la región, y después por repercusión también en otros países



que podrían verse arrastrados por el efecto contagio más intenso que el caso más aislado y más pequeño de Argentina.

En relación con otra consideración distinta que también se hace mención en la minuta de opciones, es que el Banco todavía está realizando emisiones de papeles denominados en dólares y eso, ciertamente, tal como se ha señalado, no parece consistente, al menos no es fácil de explicar en forma consistente con un cambio en tasas. Más aún, el IPOM en su versión revisada en los últimos días y que se va a votar mañana, vale decir, la tasa de política monetaria actual de 3% plantea riesgos dominantes al alza en la inflación y eso no parece consistente con una política más expansiva. Por lo tanto, a la luz de estos riesgos mayores que hace un mes, estima que la opción de mantener la tasa en 3% hoy, supera el valor de opción que tenía hace un mes o al menos lo iguala. No obstante, también estima que si se despeja al menos una de las dos grandes incertidumbres externas, ya sea Irak o Brasil, se despeja en el sentido de solucionarse y no darse esos escenarios, y si no se materializa la recuperación del producto y el gasto proyectado para el primer trimestre en el IPOM, 3,2% y 5,2% como se acaba de mencionar, se justificaría una reducción significativa de la tasa de política en algunos meses más y eventualmente mayor a 25 puntos base.

El Gerente de División Internacional, señor Jadresic, considera que el escenario central planteado por la División Estudios es efectivamente más probable que los escenarios de riesgos que se plantean. En esa perspectiva, en valor esperado, hay un espacio para una política monetaria más expansiva. El análisis de riesgo es un tema que cree que, a veces, es relevante, sin embargo, en este caso recuerda que estos riesgos ya fueron considerados en una instancia previa, que ya se postergó una decisión y que si se sigue postergando la decisión, se corre un riesgo de no haber reaccionado a tiempo y haberse quedado con una política insuficientemente expansiva durante este período. Esto se da en un contexto en el cual la inflación, tanto la efectiva como la subyacente, está más baja de lo que se venía prediciendo por lo que cree que es un momento apropiado como para tomar una decisión de bajar la tasa.

El Vicepresidente señor Marshall señala que cuando se discutió el riesgo Brasil, siempre se dijo que Brasil tiene el peso suficiente para afectar los flujos financieros a la región. Indica que cuando se coloca un bono soberano y se tiene cuatro mil millones para mil, al menos hay que revisar si ese canal de transmisión del riesgo Brasil sigue vigente. Ese es el dato número uno. Y el dato número dos es que desde junio del año pasado hasta enero, que es el momento actual en el gráfico de spread soberano, al menos Chile tiene el riesgo de las empresas A-. Se nota una diferenciación, pero en algún punto se fue volviendo gradualmente a tener riesgo A-, entonces su pregunta es si antes de Brasil, en que empieza la escalada en junio, se estaba con riesgo A- nivel equivalente a una empresa A- de Estados Unidos, ahora se está en ese riesgo, cuál es lo que el mercado considera el riesgo adicional. A su juicio, la forma en que aquí se trabaja el riesgo de Brasil es comprensible para todo el período intermedio, comprensible para todo el período en el cual hubo muy poco flujo de capitales y un tipo de cambio muy alto, \$740, \$760 por dólar, pero cada vez menos, o sea, su discusión es que el riesgo de Brasil el mercado ya lo ha acotado, no sigue siendo el mismo riesgo de Brasil que estaba en el punto anterior. Lo que desea es tener un intercambio de opiniones sobre esto porque cree que es relevante.

El Gerente de División Estudios cree que no hay una respuesta con los datos disponibles porque los spreads se movieron juntos. La explicación de la caída del riesgo soberano de Chile, de octubre a esta fecha, en un porcentaje muy alto, en su visión, es porque Brasil pasó de 2 mil puntos base a 1.250 hoy día. Por lo tanto, si el riesgo Brasil hubiese bajado poco podría ser el caso, pero son tan indistinguibles los dos eventos que cree que esta convergencia a los spreads de empresas A- justamente refleja que Brasil mejoró. Eso no quiere decir -y esta es la hipótesis- que de darse otro evento de stress en Brasil puede ser que Chile sufra una correlación menor, lo que podría tener que ver con que hay mejores coberturas hoy en día, en que los eventos están más descontados, o que se trata de un evento menos sorpresivo. Pero no diría que se puede explicar esa caída de spreads sin recurrir básicamente a Brasil.



El señor Marshall manifiesta su acuerdo, señalando que se podría hacer eso, pero está la demanda de flujos de capitales que no es menor porque el mecanismo de transmisión que siempre se dijo que iba a existir es que Brasil "secaba" los flujos de capitales. Sale el Ministro de Hacienda a ofrecer mil y le compran cuatro mil, entonces resulta que siempre se dijo que se "secaba" el apetito por capitales hacia Chile, eso es lo que se sostuvo que era el mecanismo de transmisión.

Diciéndolo de otra manera, acota el señor Massad: Al menos este riesgo el mercado lo considera muy inferior ahora, al que lo consideraba nuestra reunión anterior de política monetaria y por lo tanto, cualesquiera que sea la situación hacia delante, si hoy día se hace un análisis de riesgo, no hay duda que el mercado considera que este riesgo es ahora mucho menor y eso le parece tiende a afianzar el escenario central más que los escenarios de riesgo. Eso le aumenta la probabilidad al escenario central respecto de la que había en la reunión de política monetaria anterior.

El Consejero señor Desormeaux desea hacer una observación mirando el mismo gráfico que está aquí para entender bien qué significa la información del premio soberano. Si se observa la curva para Chile-empresas, excluyendo energía, se observa que ha habido una convergencia pero que se está en el mismo nivel de julio. En otras palabras, lo que ha habido es un mejoramiento del crédito para el sector público. La banca tiene mucha confianza en el sector público y ciertamente que ha habido ese cambio cualitativo que ha señalado el Vicepresidente, pero no para el sector privado que representa el 80% del país. Se atrevería a decir que si se le pregunta a los bancos chilenos hoy día si están mejor que en julio del año 2002 van a decir que están peor, que tienen menos líneas de crédito y que su situación no ha mejorado. Por lo tanto, dice que hay que tener cautela en el análisis de este tipo de datos porque cree que la realidad del sector público no es trasladable al sector privado.

El Presidente señala que le parece muy importante el alcance que ha hecho el Consejero señor Desormeaux, sin embargo, desea reiterar que cualesquiera que sean las circunstancias, el riesgo de Brasil que hoy día enfrenta la economía chilena, vista por el mercado, es menor que hace un año y por tanto, cree que se afianza, desde su punto de vista, la probabilidad, vista por el mercado del escenario central por esta razón, que de los escenarios alternativos de riesgo, ya sea porque sólo el sector público ha mejorado la forma en que el exterior lo mira o porque las empresas también lo han hecho. Ciertamente que es bastante menor, pero hay una pequeña tendencia, de modo que tomando el conjunto de la situación, sigue pensando que, desde el punto de vista del país en su conjunto, el escenario central se ve afianzado por los acontecimientos recientes en materia de los movimientos de flujos de capitales.

El Consejero señor De Gregorio, refiriéndose a las opciones, señala que la coyuntura económica actual no es muy distinta a la del mes pasado, de modo que no cree que valga la pena referirse con mucho detalle a ella.

El elemento distintivo desde el punto de vista de política monetaria y el objetivo inflacionario es que las proyecciones en un escenario de tasa de política monetaria en un 3% centro del rango meta, convergiendo a algo sobre 2,5% hacia el año 2004, tanto para la inflación efectiva y en especial para la inflación subyacente.

En este escenario más probable, que se haría público en detalle la próxima semana, lo recomendable sería bajar la tasa de interés de modo que, consistente con las proyecciones de la División Estudios, la inflación converja al centro del rango meta. Más aún, las simulaciones que presentara la citada División en la discusión del IPOM, indican que, en el escenario central hay espacio para una rebaja de la tasa de política monetaria de 50 puntos base.



Aún cuando no se tienen los antecedentes precisos, la opción de baja de tasa de interés se vería reforzada por la idea que hay que actuar agresivamente cuando se está en una zona de tasas e inflaciones muy bajas.

Una alternativa a bajar la tasa de interés en 50 puntos base es mantenerla y para justificar una mantención de la tasa de política monetaria, se debe apelar a la incertidumbre y al hecho que el balance de riesgo para la inflación está sesgado al alza. Ello significa que nuestra proyección está sujeta a grandes riesgos y por lo tanto, la materialización de un escenario adverso implicaría un aumento de la inflación proyectada, lo que eventualmente requeriría de un endurecimiento de la política monetaria para cumplir con nuestro objetivo inflacionario. Dado que la probabilidad de que estos escenarios adversos ocurran es razonablemente alta -de otra forma no serían riesgos relevantes- y al mismo tiempo que es indeseable un comportamiento errático de la política monetaria, es posible justificar la mantención de la tasa de política monetaria mientras se consolida el escenario de baja en la inflación proyectada y se despejan las incertidumbres.

Los escenarios adversos ya han sido ampliamente discutidos: por un lado está la posibilidad de una guerra en Irak que aumente exageradamente el precio del petróleo y genere una depreciación excesiva del tipo de cambio. Por otro lado, está latente la posibilidad de que Brasil enfrente dificultades severas lo que también generaría un debilitamiento pronunciado del peso.

La pregunta es hasta dónde se puede apelar a la incertidumbre y eso depende más del juicio que de los modelos. Ya se usó el argumento de la incertidumbre en la reunión de política monetaria del mes pasado, y se podría seguir usando en el futuro, pero se corre el riesgo de excesiva precaución y de aplicar tardíamente un mayor relajamiento monetario. Es necesario destacar también que, desde la reunión de política monetaria del mes pasado, han habido dos importantes noticias positivas que atenúan los argumentos pro-mantención producto de la incertidumbre, y ellos son el acuerdo de libre comercio con Estados Unidos alcanzado el 12 de diciembre recién pasado y la exitosa colocación de un bono soberano ayer.

En el caso de mantener la tasa de política monetaria, se enfrentaría un problema adicional de explicar al mercado cómo el Banco Central hace política monetaria. Para la trayectoria de la inflación que se presentaría en el IPOM, sería difícil explicar por qué no se ha bajado la tasa de interés.

Una alternativa más cautelosa, pero más consistente con las actuales proyecciones de inflación, podría ser una reducción de la tasa de política monetaria en 25 puntos base.

Por último, el señor De Gregorio se refiere a un aspecto que aunque no debiera alterar la decisión de tasa de interés, distorsiona la discusión al abrir espacios para que se cuestione la autonomía del Banco. Manifiesta que encuentra lamentable que algunos importantes miembros del Congreso, en el mismo día de esta reunión, aparezcan por la prensa dando su opinión y sugiriendo una rebaja de tasa. Cree que todo el mundo tiene derecho a decir lo que le parezca sobre política monetaria, sin embargo, una actitud responsable desde el punto de vista del mundo político requiere medir las consecuencias de las declaraciones y cree que es malo para el Banco y para la efectividad de la política monetaria que parezca, aunque no sea cierto, que se deja influenciar. Está cierto, dice, que esa sería la actitud que tomarían quienes quisieran criticar una baja de tasas, al menos sacarían un titular de prensa y por qué no, sería también la actitud de quienes quisieran sacar dividendos políticos, desprestigiando al Banco, su autonomía y de paso, a quienes en lo político son afines al Gobierno. El Senado es quien debe evaluar con rigurosidad nuestro accionar, pero no dar instrucciones sobre qué hacer en materia de política monetaria, porque para eso han elegido a este Consejo, termina diciendo el señor De Gregorio.



El Consejero señor Desormeaux señala que su lectura, tanto del Informe como de las opciones y recomendaciones que ha hecho la División Estudios, es que el cambio que se observa hoy día con respecto a la información que se tenía hace un mes atrás, es que hay menores presiones inflacionarias y que estas menores presiones inflacionarias son el resultado, por una parte, de menores precios externos y de costos laborales que crecen a tasas algo más acotadas. Por otra parte, las variables más permanentes que influyen sobre la inflación -dice el Informe- como la brecha del PIB o el crecimiento de la demanda interna, se han mantenido con una trayectoria estable y ahora se acaba de anticipar que el crecimiento esperado para el primer trimestre está en torno al 3,5% en doce meses y aquel para el gasto por encima del 5%.

Al mismo tiempo, el Informe hace ver que existen riesgos relevantes en el escenario externo que actúan también y particularmente preocupa la situación de Brasil cuyo desenlace está todavía lejos de estar claro y la posibilidad de un conflicto en el Medio Oriente que se puede alargar por muchas razones y crear dificultades.

El escenario central proyecta una tasa de inflación -tomando las palabras textuales del Informe- que no aparece sustancialmente desviada del 3% o con una trayectoria divergente. En otras palabras, existe una reducción de la inflación que es el resultado de una suma de shocks de costos que tienen un efecto que no es persistente en la inflación, aún cuando la reversión de este efecto es bastante prolongado. Si se observara el horizonte en el marco del escenario central exclusivamente, dado que el proceso a través del cual se revierte este shock de costos es excesivamente largo, la posibilidad de una rebaja de tasa y una rebaja de tasas tal vez sustancial, aparece como algo no solamente viable sino como la política óptima. El problema es que se tiene un balance de riesgos que es inquietante. Un escenario en el cual el crecimiento tiene un balance sesgado a la baja y la inflación un sesgo hacia el alza y eso obviamente es una advertencia. En suma, si bien el escenario central es un escenario que perfectamente podría conducir a la hipótesis de que una baja de tasa se justifica, los escenarios alternativos indican que se está en el umbral de dos riesgos muy significativos y que además están relacionados, porque incluso, a pesar de las mejores posibilidades, de los mejores esfuerzos de Brasil por salir de su situación, si el precio del petróleo se eleva en forma sustancial y por un período prolongado, esto agrava significativamente la situación financiera de ese país. Si alguno de estos riesgos se materializara -y ello efectivamente puede ocurrir- esto va a tener consecuencias duraderas para el tipo de cambio, para el precio del petróleo, para el acceso al financiamiento externo de nuestro país, y en esa óptica una reducción de tasa en el día de hoy, prácticamente a treinta días de alguno de estos acontecimientos, podría ser considerada como una medida temeraria. Si no se tuviera dicho riesgo, una vez que estos riesgos puedan ser dimensionados adecuadamente con el beneficio del tiempo, no le cabe ninguna duda que se va a poder medir adecuadamente si ellos amenazan la meta inflacionaria del Banco Central y repite: esto podría llevar a que en definitiva una rebaja de tasa no solamente sea una política válida sino una política óptima.

Señala el señor Desormeaux que a esto hay que agregar algunos antecedentes adicionales que desde su punto de vista apuntan en la dirección de la cautela y dice: La política monetaria en Chile no es una política monetaria neutral como hace algunos meses atrás en Europa y con una economía estancada. Es una política monetaria claramente expansiva, ello se refleja hoy día en un fuerte crecimiento del dinero de manera tal que lo que se puede ganar con una baja de tasas moderada, por ejemplo, en términos de expansividad, no es significativo, particularmente por los largos rezagos con que actúa la política monetaria. No es ningún alivio para lo que se tiene por delante. Por otro lado, la señal que se estaría dando, aún con una baja de tasas moderada, podría resultar inquietante para el mercado en el sentido de que el Banco Central aparece más preocupado del sesgo que se observa en la actividad, que del sesgo que se está viendo en la inflación y de los riesgos que acechan la meta del Banco.

Otra consideración importante que está recogida en el Informe es que los analistas hoy día apuestan mayoritariamente a la mantención, por lo que una baja de tasas sería percibida para muchos de ellos como una sorpresa, y la pregunta va a ser qué nos está comunicando el Banco Central con estas medidas, qué cambio sustancial ha ocurrido en estos



últimos meses y, la verdad de las cosas es que el único cambio sustancial es que se tiene algunos shocks de costos que son favorables. No parece esa una justificación suficientemente fuerte.

Otra variable a considerar es una que ya ha sido señalada y que fue mencionada en la reunión anterior y es la contradicción que significa estar emitiendo papeles reajustables en dólares, o sea, interviniendo en el mercado cambiario por una parte, y bajando la tasa por otra. Esto resulta desde ya difícil de explicar y conciliar, y obviamente que arriesga una confusión en la comunicación de las políticas del Banco como dice apropiadamente el Informe.

También está el tema de que el mercado no tiene toda la información que el Banco tiene y desde ese punto de vista podría haber un argumento adicional para esperar.

Como punto final, manifiesta el señor Desormeaux que la idea principal que tiene en esta reunión es que el Banco Central tiene muy poco que ganar con una baja de tasa y tiene mucho que arriesgar con esa decisión. Optar por una baja de tasa, incluso una baja moderada hoy día, puede significar riesgos que le resulten muy caros al Banco Central en materia de credibilidad. La impaciencia le parece que es una mala consejera, especialmente para bancos centrales y en algunos meses más se va a contar con muchos más antecedentes para dimensionar adecuadamente estos riesgos y, la verdad, es que cree que la opción de esperar, como decía el señor Schmidt-Hebbel, hoy día tiene un valor mayor que la que tenía un mes atrás.

La Consejera señora Ovalle cree que los fundamentos dados por la División Estudios para la opción de mantener la tasa de política monetaria, principalmente expresados en los dos últimos párrafos del documento presentado, son muy relevantes. Dice en ellos que no es fácil justificar la necesidad de una tasa de política monetaria menor a la actual por los riesgos existentes. En su conjunto, estima que un análisis basado principalmente en los escenarios de riesgo de guerra en el Medio Oriente y la situación de Brasil y de América Latina, justifica mantener la tasa en su nivel actual que es claramente expansivo. Además destaca tres consideraciones estratégicas que considera importantes. La primera, es que las expectativas del mercado para esta reunión son mayoritariamente de mantención. Segundo, que al igual que en el mes pasado, un elemento que justifica postergar un recorte de tasas es que aún se está en un período definido como de excepción del mercado cambiario y que se continúa con el proceso de venta de documentos indexados al tipo de cambio, pudiendo existir un riesgo de confusión en la comunicación de las políticas del Banco. La tercera, es que las proyecciones de inflación que contiene el Informe también serán noticia para una porción importante de analistas, por lo que podría ser recomendable evaluar cómo se reciben antes de decidir un cambio de política.

En síntesis, manifiesta que es cierto que las presiones inflacionarias son menores que en la reunión anterior, pero los riesgos son los mismos que en esa oportunidad y existe una política monetaria expansiva cuyos efectos no se manifiestan aún plenamente desde el último recorte llevado a cabo en agosto. Por todo ello, cree que no se justifica en esta oportunidad una baja de la tasa de política monetaria.

El Vicepresidente señor Marshall señala que su opinión es que los riesgos que están implícitos en una posición de cautela de la política monetaria y que han estado presentes en las últimas reuniones, en la reunión actual tienen un factor menos gravitante, porque, en parte, esos riesgos tenían implícito un análisis de acceso al financiamiento, y tanto la información del mercado cambiario como la de los mercados financieros, la información del riesgo soberano, el Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos - tomados en forma conjunta, no cada uno de estos hechos en forma aislada - han ido generando una noticia, a su juicio, sustantivamente distinta del diagnóstico que se tenía hasta las reuniones pasadas y eso significa que los mecanismos de protección de la economía son algo más fuertes de los que se tenía en el análisis anterior y por tanto, no es que los riesgos hayan desaparecido, sino que los



efectos de esos riesgos sobre la economía chilena hoy día, a su juicio, se ven algo más amortiguados porque la economía ha estado inserta en un proceso en que, al menos, ese aspecto de financiamiento se ha tendido a ir despejando.

A su entender, ésa es la novedad principal. Cree que es el elemento sustantivamente distinto, que la información del bono soberano es importante, que el Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos no se puede separar del bono soberano. Piensa que esa noticia es relevante y lo lleva a estar más abierto a una reducción de la tasa de lo que estaba hasta la reunión pasada en que creía firmemente que el Banco Central tenía que tomar una posición de mucha cautela en la economía chilena que sí estaba enfrentando estos riesgos.

No le hace tanta fuerza el argumento de la División Estudios respecto de que se esté colocando papeles para poder bajar la tasa, porque la razón de colocar papeles o no colocar papeles, de alguna manera no ha estado vinculada a que se quiera conducir el tipo de cambio en una dirección o en otra o en un nivel, no está vinculada a que el tipo de cambio esté alto o que no esté tan alto. Lo que se ha dicho es que en un período que tenía un ciclo determinado, se iba a hacer un "acompañamiento" para evitar que el mercado se saliese de los fundamentos, entonces se dijo "vamos a estar adentro para que el mercado no se salga de los fundamentos". El hecho de estar adentro no significa que se esté haciendo un diagnóstico de que el mercado se salió de los fundamentos, significa que estamos adentro justamente para que el mercado no se salga de los fundamentos. También se podría decir en qué medida se está adentro o no. No hay una señal de dirección, por lo tanto, no le incomoda tanto. Entiende que el ideal sería no hacerlo, pero primero esa opción no se tiene. El costo de hacerlo no le parece tan fuerte versus el caso en el cual se hubiese tenido, en este momento, una escalada del tipo de cambio. Cree que esa combinación sería un poco más complicada, pero la forma en que ha sido este salirse de la intervención el mes pasado, este mes, piensa que ha sido no del todo incompatible, no le incomoda del todo.

Tiene la impresión que las tendencias van a ser en esa dirección, cree que si se da un paso éste sería más bien cauteloso pero no le extrañaría que la tendencia de las dos próximas reuniones sea más o menos en esa dirección, pues los datos que se están obteniendo son demasiado fuertes. Precisamente esta mañana informaban que cualquier eventualidad en Brasil se va a producir en el segundo trimestre, o sea, si se quiere saber el desenlace de Brasil se va a saber entre abril y mayo y aún así, más o menos va a ser por los vencimientos. Esa es su composición del panorama hoy día. En todo caso, agrega que influye bastante los datos del bono soberano de ayer, que para él eso es como un elemento nuevo.

El Consejero señor De Gregorio manifiesta lo siguiente: Si se observa la proyección de inflación, prácticamente durante dos años se va a estar por debajo del 3% convergente, y no muy lejos del 3% pero no obstante por debajo; si se mirara el promedio de inflación es bastante inferior al 3% en el período, en particular, aunque no sea el objetivo, pero lo que es la inflación subyacente sería aún más fuerte todavía esto. Eso lleva a un punto que no cree sea éste el momento de discutirlo, pero cómo se interpreta la meta. Una manera simple de decir es tratar de estar siempre de acuerdo donde se parta cerca del 3% y no en promedio porque de lo contrario realmente se estaría bastante desviado. Y en ese sentido, cree que es mucho más difícil, en particular, sabiendo que es una proyección en el IPOM, de explicar que se va a estar sistemáticamente con una inflación por debajo del centro del rango meta sin relajar la política monetaria, o sea, sacando todos los temas de incertidumbre, trataría de mantener una proyección que converja y para eso ir acomodando la política monetaria. Podría haber algún grado de sorpresa para el mercado, pero no se puede esperar que el mercado espere siempre lo que el Consejo va a hacer, en particular, si hay análisis bastante simplista de la coyuntura macro y cree que es muy importante, en cualquier decisión que se tome, la fuerza y la claridad del comunicado en ese sentido. Piensa que por razones inflacionarias hay espacio para bajar la tasa, no tiene que ver con una preocupación mayor o menor por el producto, tiene que ver con cómo aquí se converge al centro del rango meta, asegurando la mantención lo mejor posible de lo que es el objetivo inflacionario. De manera que cree que independiente de la decisión que se tome, eso debería estar muy bien reflejado en cualquier comunicado.



El Presidente explica cómo ve la presentación que se ha hecho hoy día. En primer lugar, dice, parecen haber algunos síntomas de un modesto repunte de la actividad económica. Se agrega, al mismo tiempo, que no se sabe en qué dirección se va a mover esa actividad.

En segundo lugar, se observa que la brecha, sin ninguna duda, creció durante el año 2002 y creció en un punto y medio o más, de acuerdo a las cifras más razonables que se tiene de tasa de crecimiento de la capacidad, y lo que se está agregando es que las expectativas de crecimiento que se podría tener para el año próximo y el siguiente, podrían, en el período de dos años, reducir en algo menos de un punto la brecha de capacidad. Es decir, después de un período de dos años no se habrá recuperado el tamaño absoluto de la brecha cualesquiera que sea, que había a fines del año 2001. Si lo que se está haciendo es incrementar la brecha entre 2002 y 2004 - con una tendencia a reducirla pero en el promedio a incrementarla - se justifica plenamente en las proyecciones que tenemos de inflación que se está moviendo hacia abajo. Se observa que comparado con lo que se preveía en la reunión de política monetaria anterior, las proyecciones de inflación se mueven claramente hacia abajo, en un clima en que se observa una modesta recuperación y todavía con muchas preguntas al respecto.

En tercer lugar, existe una política fiscal prevista para el año 2003 que es menos expansiva que la política fiscal prevista para el año 2002 y hay que recordar que en el año 2002 la brecha de capacidad aumentó. Entonces tenemos un policy set up en el cual la política monetaria tiene una cierta fuerza expansiva, la política fiscal tiene una menor fuerza expansiva, mientras que en promedio para los dos años, la brecha de capacidad crece respecto de la que había a fines del año 2001. Agrega a lo anterior que lo que ha ocurrido alrededor nuestro es mejor de lo que se esperaba en la reunión de política monetaria anterior. Argentina parece haber tocado fondo, se habla de cifras positivas para el año próximo, el peso argentino comienza a apreciarse, se habla de algún acuerdo con el Fondo Monetario para evitar un default, Brasil muestra una situación menos dramática que lo que se veía en la reunión de política monetaria anterior y a partir de esa reunión se ha obtenido además un elemento nuevo relacionado con el acuerdo con Estados Unidos. Los riesgos que hoy día se observan con respecto del entorno regional son claramente menores de los que se observaban en la reunión anterior. El riesgo que queda y que de acuerdo con el Informe se ha acrecentado, es el riesgo de la guerra en Irak y que nos afecta, principalmente, a través del precio del petróleo, pero cree que muchos de los presentes concuerdan con la idea de que el efecto negativo que el precio del petróleo pudiese tener sobre la inflación es muy difícil combatirlo con la tasa de interés y piensa que cuando se enfrenten a la materialización de un riesgo de esa naturaleza se va a discutir muy cuidadosamente si realmente es la tasa de interés el instrumento para enfrentar ese riesgo en particular.

Observa el señor Massad que el conjunto de la situación muestra que el escenario central que propone la División Estudios es un escenario central que se fortalece. Tiende a coincidir con la visión de que el escenario central está correctamente planteado, dentro de todas las dificultades que hay para plantear escenarios a dos años y hasta a un mes, pero coincide con la línea general que ese escenario plantea y cree que todos los acontecimientos que se han visto hasta ahora van en la dirección de fortalecer ese escenario central. Coincide también con la conclusión del Informe de la División Estudios de que si se mira el escenario central lo que corresponde hacer es una reducción en la tasa. También concuerda con lo que plantea la citada División que si se observa sólo el escenario central lo que corresponde es hacer una baja de tasa de interés de cierta envergadura, pero no se puede mirar sólo el escenario central, por lo tanto, se tiene que moderar un poco esa conclusión tal como se señala en el Informe.

Desde el punto de vista comunicacional, se ha bajado la proyección de inflación. La propia proyección de inflación se va a mover esencialmente por debajo del centro del rango durante prácticamente todo el período, salvo períodos cortos ocasionados por el precio del



petróleo que probablemente no corresponde enfrentar con la tasa de interés. De modo que, desde el punto de vista comunicacional, no ve realmente una dificultad si lo que se hace ahora es, gracias a una baja en la tasa de interés, corregir un poco hacia arriba la visión de inflación acercándose un poco más al centro del rango meta que es lo que racionalmente se tendría que hacer si efectivamente se confía en que el escenario central es el escenario claramente predominante y más predominante hoy de lo que era en la reunión de política monetaria anterior.

Comprende perfectamente que puedan haber desacuerdos porque esto es más bien juicio que evidencia empírica. Cuál de los escenarios es el más probable o cómo ha variado la probabilidad de los escenarios, pero su conclusión es que si la probabilidad del escenario central ha variado en alguna dirección es para afianzarse, incluyendo el hecho de que los premios soberanos del país hayan mostrado una persistente tendencia a disminuir, como lo muestra el éxito de la colocación reciente.

Su conclusión es que está de acuerdo con la propuesta de la División Estudios que tiene que ver con el escenario central, moderada por la consideración de los riesgos que se tiene siempre que tener presente.

A continuación, el Consejo procede a votar.

El Consejero señor De Gregorio, el Vicepresidente señor Marshall y el Presidente señor Massad votan por reducir en 25 puntos base la actual tasa de política monetaria; la Consejera señora Ovalle y el Consejero señor Desormeaux votan por mantener la actual tasa de política monetaria.

En mérito de lo anterior, el Consejo adopta el siguiente Acuerdo:

42-01-030109 – Tasa de Instancia Monetaria.

Se acuerda reducir la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base, desde 3% a 2,75% anual. Los tramos de la línea de crédito de liquidez se ajustan también en 25 puntos base.

IV. Comunicado

“ En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central resolvió reducir la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base, desde 3% a 2,75% anual. Los tramos de la línea de crédito de liquidez se ajustaron también en 25 puntos base.

En la decisión se consideró que, más allá de fluctuaciones transitorias explicadas por la evolución del precio del petróleo, las tendencias inflacionarias subyacentes se aprecian reducidas. Estas se ubican por debajo de lo previsto en proyecciones anteriores, gracias a la favorable evolución de algunos componentes de costos, en particular, la inflación externa y los costos laborales.

Se prevé que la inflación puede llegar a la parte inferior del rango meta durante algunos meses del presente año. Sin embargo, se espera que la progresiva mayor utilización de la capacidad instalada, favorecida por el impulso que entrega la política monetaria, lleve la inflación hacia niveles en torno a 3% a fines del horizonte de proyección.

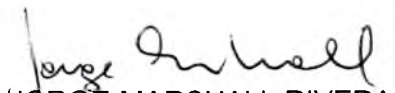
El desempeño de la economía internacional se ha mantenido dentro de lo previsto, aunque los riesgos asociados a la situación de Medio Oriente y a los desafíos de estabilización que enfrentan algunos países de la región continúan siendo relevantes.



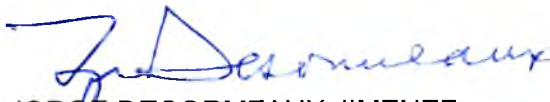
El Banco Central reitera que continuará usando sus políticas con flexibilidad, de manera de confrontar las desviaciones que se proyecten, en cualquier dirección, respecto de la trayectoria esperada de la inflación en relación con la meta establecida.”

El Consejo aprueba el texto del comunicado.

Se levanta la Sesión a las 17,50 horas.


JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente


CARLOS MASSAD ABUD
Presidente


JORGE DESORMEAUX JIMENEZ
Consejero


MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera


MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe


JOSE DE GREGORIO REBECO
Consejero

