

MINUTA

Acta correspondiente a la Sesión Ordinaria de Política Monetaria N° 42
celebrada el 9 de enero de 2003

ASISTENTES

a) Consejeros, señores:

Carlos Massad Abud
Jorge Marshall Rivera
María Elena Ovalle Molina
José De Gregorio Rebeco

b) Otros participantes, señores:

Carlos Pereira Albornoz (Gerente General Subrogante);
Miguel Angel Nacrur Gazali (Fiscal y Ministro de Fe);
Rodrigo Valdés Pulido (Gerente División Estudios);
Luis Oscar Herrera Barriga (Gerente División Política Financiera);
Esteban Jadresic Marinovic (Gerente de División Internacional);
Pablo García Silva (Gerente de Análisis Macroeconómico);
Klaus Schmidt-Hebbel Dunker (Gerente de Investigación Económica);
Ricardo Vicuña Poblete (Gerente de Información e Investigación Estadística);
Claudia Varela Lértora (Jefe Departamento Análisis Internacional);
Cecilia Feliú Carrizo (Secretario Ejecutivo del Gabinete de la Presidencia);
Cecilia Navarro García (Jefe de Prosecretaría).

1. ACUERDO : Se acuerda reducir la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base, ubicándola en 2,75% anual.
2. MATERIA : Reunión Mensual de Política Monetaria correspondiente a enero del 2003.
3. GERENCIA : División de Estudios.
4. POLITICA : Análisis de la coyuntura económica y evaluación de la política monetaria.
5. MINUTA: La sesión se inicia con la presentación de la Gerencia de División Estudios correspondiente a la Reunión Mensual de Política Monetaria de enero del 2003:

SINTESIS DEL MES

- 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 lado, 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 sobreacción 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.

A continuación, los participantes de la reunión analizaron las condiciones actuales de la economía y sus perspectivas a futuro, a partir de la presentación realizada por la División de Estudios.

- Uno de los asistentes señala que para el análisis de las brechas de capacidad lo esencial es el vínculo entre la medida y la inflación, siendo irrelevante un nivel determinado de la brecha en un momento del tiempo. A ese respecto, el concepto de brecha está íntimamente ligado al concepto de márgenes y para el caso de los márgenes también se puede dar el fenómeno de depreciación, cuando las firmas se ven presionadas en sus márgenes por períodos prolongados de baja demanda. Esta situación 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. Se argumenta que en este sentido, en términos de proyecciones lo relevante no es el nivel de la brecha en sí, sino que cuánto ella se reduce en el horizonte de proyección.
- Respecto de este mismo tema, otro de los participantes señala que si se observa una serie en el tiempo, en general, se observa que las brechas son bastante persistentes. Se indica que en los años 90 también hubo un período de brecha negativa y persistente y con presiones inflacionarias muy fuertes, de manera que el punto es importante porque, en definitiva, lo que interesa de la brecha es ver cómo ayuda a predecir la inflación.
- Adicionalmente, se argumenta que además de existir en la actualidad una brecha muy persistente, han existido *shocks* de envergadura con un mismo signo. Se manifiesta que desde el año 1997 en la economía chilena se dieron, al menos, dos o tres episodios globales de *shocks* negativos que pueden explicar la persistencia de las brechas de capacidad de los últimos años.
- En relación con los escenarios de riesgo, uno de los participantes señala que en los últimos informes se ha hecho un reconocimiento de un escenario de demanda interna un poco más favorable, en un ambiente de alta incertidumbre ya sea por el precio del petróleo y/o la situación del Medio Oriente, y particularmente, por un fenómeno de fuerte inestabilidad regional. Sin embargo, se indica que con Argentina el contagio tendió a disminuir rápidamente, sin repercutir en lo absoluto en la actualidad los eventos del citado país en el tipo de cambio o en el riesgo soberano.
- Se tiene la impresión que la colocación reciente del bono soberano, por parte del gobierno chileno, ha entregado una información valiosa en el sentido de que los riesgos financieros regionales, o sea, aquellos que provienen de una situación de América Latina sujeta a *shocks* financieros más o menos severos, son más acotados

de lo que se ha considerado en reuniones pasadas. Es decir, no se observa que la distribución de estos riesgos tenga una diferencia muy importante respecto de las reuniones anteriores, pudiendo estar este riesgo aún más acotado, luego de la colocación del bono soberano el cual tuvo una alta demanda por parte de los inversionistas. Se manifiesta que ello estaría indicando que los riesgos financieros podrían ser eventualmente mucho menores para Chile y menos dependientes respecto a lo que está pasando en la región. A lo anterior se acota que en las colocaciones de deuda soberana ya se había observado una reducción de los *spreads*, situación que se había contemplado en el escenario internacional del *Informe* presentado.

- Se agrega a lo anterior, 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 premios soberanos se moverían hacia arriba, lo que no ha ocurrido hasta ahora, ni tampoco con la nueva colocación de deuda. El hecho que no se vea moviendo hacia arriba la estructura completa del premio soberano en momentos de inestabilidad financiera regional, se debe interpretar como que el mercado está más bien validando el escenario central planteado en el *Informe*, dándole una baja o menor probabilidad a los escenarios de riesgo.
- En términos de inflación, se señala que las proyecciones centrales están en la parte inferior del rango meta, con una tendencia ascendente en el tiempo. Si se materializaran *shocks* como los mencionados en la presentación la inflación puede ir hasta 4%, existiendo 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. Luego, se manifiesta que los riesgos para la credibilidad monetaria también son bajos.
- * Antes estas circunstancias, una posición de cautela se justificaría en razón de la incertidumbre existente y del hecho que el balance de riesgos para la inflación está sesgado al alza, por lo que la proyección estaría sujeta a 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 el objetivo inflacionario. Dado que la probabilidad de que estos escenarios adversos ocurran existe —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 prevalecientes.
- Sin embargo, se reitera 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. Se señala que esos riesgos tenían implícito un análisis de acceso al financiamiento externo reducido, y tanto la información que se extrae del mercado cambiario como la de los mercados financieros, del riesgo soberano y del Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos, han ido generando noticias sustantivamente distintas del diagnóstico que se tenía hasta las reuniones pasadas. Esto significa que los mecanismos de protección de la economía son algo más fuertes de los que se suponía 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 en la actualidad se ven algo menores.
- Respecto de la inconsistencia que pudiera existir con una rebaja de la tasa de interés en conjunto con la colocación de documentos reajustables en dólares, un participante

argumenta que esta política de intervención se ha realizado para evitar que el mercado cambiario se aleje en forma persistente de los fundamentos que lo determinan, no para conducir al tipo de cambio a un nivel predeterminado, por lo que es posible la coexistencia de ambas políticas en un mismo momento del tiempo.

- En términos de la brecha, se indica que durante el año 2002 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, se indica que 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. Por ello, 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 de la actividad, con aún muchas interrogantes al respecto.
- A lo anterior se adiciona que la política fiscal prevista para el año 2003 es menos expansiva que la del 2002, con lo que existe un marco de políticas donde 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. Este escenario interno ocurre en un contexto donde los riesgos que se observan con respecto al entorno regional son claramente menores de los que se observaban con anterioridad, existiendo el riesgo de la guerra en Irak el cual afecta a la economía chilena, principalmente, a través del precio del petróleo. En todo caso, se manifiesta que el efecto negativo que el precio del petróleo pudiese tener sobre la inflación es muy difícil de combatir con la tasa de interés.
- Otro de los participantes de la reunión indica que de acuerdo con las proyecciones del escenario central planteado, tanto para la inflación como para la posición cíclica futura, se justificaría adoptar una posición de política monetaria más expansiva. Sin embargo, en la actualidad se enfrentan dos riesgos significativos al alza en la inflación: una guerra en el Medio Oriente más prolongada de lo previsto y una posible crisis financiera en Brasil. Se señala que ambos escenarios tendrían importantes consecuencias sobre la inflación medida total, en forma temporal, pero por un período difícil de anticipar dada la incertidumbre que existe.
- Por otra parte, se argumenta que las menores presiones inflacionarias son el resultado, por una parte, de menores precios externos y de costos laborales que crecen a tasas algo más acotadas. El problema que existe en la actualidad es que se tiene un balance de riesgos que es inquietante, pues existe un escenario en el cual el crecimiento tiene un balance sesgado a la baja y la inflación un sesgo hacia el alza. En suma, si bien el escenario central es un escenario que perfectamente podría conducir a la hipótesis de mayor expansividad de la política monetaria, 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 podría tener consecuencias duraderas para el tipo de cambio, para el precio del petróleo, para el acceso al financiamiento externo.
- A lo anterior, se adiciona que la política monetaria en Chile no es una política monetaria neutral como hace algunos meses atrás ocurría en Europa y con una

economía estancada. Es una política monetaria claramente expansiva, lo que se refleja en el fuerte crecimiento del dinero, por lo que se puede ganar con una baja de tasas moderada en términos de expansividad, no es significativo, particularmente por los largos rezagos con que actúa la política monetaria. Esta situación no constituiría ningún alivio para lo que podría venir por delante, dado el alto nivel de incertidumbre que arroja el escenario alternativo.

OPCIONES

1. 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 barril 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.

2. 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.

3. 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.

4. 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.
5. 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.
6. 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%.
7. 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*.
8. 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.
9. 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 se está en un 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 BCD 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.

ACUERDO

El Consejo acordó con los votos de los Consejeros señores Massad, Marshall y De Gregorio reducir en 25 puntos base la actual tasa de interés de política monetaria, desde 3% a 2,75%. Por la opción de mantener la tasa de interés de política monetaria en 3% votaron la Consejera señora Ovalle y el Consejero señor Desormeaux. Por lo anterior, los tramos de la línea de crédito de liquidez se reducen en 25 puntos base.