M I N U T A

Acta correspondiente a la Sesión Ordinaria de Política Monetaria N° 28 celebrada el 10 de enero de 2002

ASISTENTES

a) Consejeros, señores:

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

b) Otros participantes, señores:

Carlos Pereira Albornoz (Gerente General Subrogante);
Jorge Carrasco Vásquez (Fiscal y Ministro de Fe Subrogante);
Luis Oscar Herrera Barriga (Gerente de División Política Financiera);
Esteban Jadresic Marinovic (Gerente de División Internacional);
Klaus Schmidt-Hebbel Dunker (Gerente División Estudios Interino)
Pablo García Silva (Gerente de Análisis Macroeconómico);
Sergio Lehmann Beresi (Gerente de Análisis y Operaciones Internacionales)
Ricardo Vicuña Poblete (Gerente de Información e Investigación Estadística)
Cecilia Feliú Carrizo (Secretaria Ejecutiva Gabinete de la Presidencia);
Cecilia Navarro García (Jefe de Prosecretaría)

c) Asisten también el señor Ministro de Hacienda don Nicolás Eyzaguirre Guzmán y como invitado especial, el Coordinador de Políticas Macroeconómicas del Ministerio de Hacienda, don Rodrigo Valdés Pulido.

1. ACUERDO : Se acuerda rebajar la tasa de interés de política monetaria desde 6,5% a 6,0% anual.

2. MATERIA : Reunión Mensual de Política Monetaria correspondiente a enero de 2002.

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 de 2002:

SÍNTESIS

- La segunda parte del 2001 estuvo marcada por una serie de eventos que contrajeron el crecimiento de la actividad económica mundial y aumentaron significativamente la incertidumbre en los mercados financieros. Hacia mediados de ese año la actividad económica de Estados Unidos y Japón mostraba resultados que estaban por debajo de la trayectoria anticipada algunos meses antes, levantando dudas sobre la reactivación esperada para fines del mismo año. En el caso de Chile, esta situación de mayor incertidumbre se vio reforzada por

las turbulencias en economías vecinas y el acoplamiento que, hasta octubre del 2001, mostraron los mercados financieros. También, las respuestas de política económica que se desarrollaron en las principales economías del mundo con posterioridad a los atentados del 11 de septiembre en Estados Unidos indicaban una reacción frente al panorama de mayor incertidumbre, especialmente en el corto y mediano plazo.

- Este escenario está asociado a un entorno global de menor dinamismo en los niveles de actividad y de menor riesgo inflacionario, con las consiguientes consecuencias para la economía chilena. Sin embargo, desde fines del 2001, también se apreció que la mayor incertidumbre de los meses anteriores tendía a despejarse. De este modo, a partir del diagnóstico realizado a comienzos de septiembre pasado, que reconocía cierto riesgo inflacionario, la economía chilena ha transitado a una situación en la que la trayectoria de la inflación se encuentra bien ajustada al rango meta de 2% a 4% anual, en el horizonte relevante de la política monetaria. En efecto, mas allá de fenómenos coyunturales, se aprecia hacia el futuro un debilitamiento de las presiones inflacionarias de mediano plazo.

- El proceso inflacionario se puede analizar como la respuesta de los precios a las presiones de demanda y de costos que se deducen tanto del mercado laboral como de los componentes importados en los procesos productivos. Es indudable que este último elemento tiene importancia. La compresión de márgenes durante el 2001, como consecuencia de que la trayectoria del tipo de cambio no fue anticipada, debería tender a deshacerse gradualmente, produciendo, por tanto, efectos de una sola vez en el nivel de precios.

- En todo caso, la velocidad con la cual ocurre este proceso de descompresión depende de la evolución previsible de los costos, así como de las condiciones de demanda en los mercados de bienes finales. Respecto del primer punto, la importante apreciación del peso en los últimos dos meses provee indudablemente un alivio en aquellos sectores que habían experimentado una compresión sustancial de sus márgenes. Contrariamente a lo esperado, el aumento en la intensidad de los problemas de Argentina y el anuncio de moratoria en el pago de la deuda pública, lejos de traer más presión sobre los mercados financieros de la región, han implicado más bien una desvinculación entre estos mercados (incluido el chileno) y los vaivenes de la economía de ese país.

- Es así como, a pesar de sucesivos incrementos en el premio soberano argentino, el peso chileno se ha apreciado 8,6% entre fines de octubre y el cierre estadístico de este Informe. Junto a ello, parece persistir un panorama de precios deprimidos para el petróleo, en línea con la dificultad que tuvo la OPEP para coordinar el reciente recorte de producción. En el año 2001 la economía chilena cerró con una variación anual de los precios de 2,6%, por debajo de las proyecciones del último Informe. De hecho, al observar la evolución más reciente de los precios de bienes durables se aprecia que incluso parte de esta apreciación se ha traducido en menores precios minoristas.

- Por otro lado, los indicadores de gasto muestran que no es fácil aumentar márgenes en las condiciones actuales: las importaciones de bienes de consumo continúan ubicándose en niveles por debajo de los alcanzados a principios del año 2001, mientras las ventas de bienes durables revelan caídas en el cuarto trimestre del mismo año. Tampoco facilita el incremento de los precios la sustitución a favor de bienes de consumo de origen local o de bienes importados de menor valor (y menor calidad), provenientes de países que han sufrido depreciaciones similares o aun mayores a la del peso chileno.

- El deterioro de las condiciones de crecimiento global es, sin duda, una variable relevante que ha inducido la desaceleración del gasto y la actividad en Chile. La economía de Estados Unidos cayó más de 1% durante el tercer trimestre del 2001, esperándose para el cuarto trimestre una contracción algo superior. El sector industrial en los Estados Unidos ha mostrado la declinación más larga desde la crisis de los años ochenta, aunque con una profundidad menor que la de ese entonces, en tanto que la situación laboral se deterioró, reflejado en un aumento de la tasa

de desempleo en el curso del año. El panorama en el resto de las principales economías no es mejor. La zona euro acusa la deprimida situación de Alemania desde el segundo trimestre, mientras que en Japón no se avizora ninguna señal positiva.

- El impacto de esta situación internacional sobre los precios de las principales exportaciones es similar a la estimada hace unos meses. Se prevé que el precio del cobre alcance durante este año un promedio de US$ 0,72 la libra, llegando a US$ 0,80 durante el 2003. Con esto, la caída estimada de 7% en los términos del intercambio durante el 2001, se revertirá sólo levemente en el 2002 y el 2003. Para el precio del petróleo sí se aprecia una corrección a la baja, en torno a 8%, en la trayectoria esperada para este año, en relación con septiembre y octubre.

- Durante el año 2001 el menor dinamismo de la economía mundial y la reducida demanda externa incidió sobre todo en los precios de exportación, mientras que los volúmenes exportados de las actividades no tradicionales experimentaron un fuerte dinamismo. Junto con revelar una importante capacidad de sustituir los mercados de destino de los envíos, se muestra que la depreciación del tipo de cambio real desde el año 1999 ha mejorado la competitividad de parte importante del sector exportador. Con todo, el crecimiento de la actividad el año pasado se ubicó en 3,0%.

- En todo caso, parte importante de la desaceleración de la actividad en el curso del año 2001 es atribuible a la evolución de la demanda interna, que cayó 0,5% respecto del año 2000. Específicamente, han sido los componentes más volátiles y sensibles al tipo de cambio, como la maquinaria y las existencias, los que explican este débil desempeño. Indicadores parciales revelan que la acumulación de existencias durante el segundo semestre del año 2001 fue similar a la experimentada en 1999, año de fuerte contracción de la demanda, mientras que la inversión en maquinaria y equipos, en términos desestacionalizados, se ubicó más de 4% por debajo del nivel alcanzado durante el primer semestre. Esto indica que el sucesivo empeoramiento del panorama económico mundial a lo largo del año, junto con las turbulencias en los mercados cambiarios y la incertidumbre generalizada en la región, pusieron una nota de cautela en estas decisiones de inversión. Ello debería revertirse en los próximos trimestres, dado los menores grados de incertidumbre que se aprecian en la actualidad.

- Por otra parte, los componentes más permanentes del gasto interno mostraron un crecimiento sostenido, si bien modesto, a través del año 2001. El consumo privado se expandió algo más de 3,0%, similar al crecimiento del PIB, concentrándose en los bienes de consumo habitual y de origen doméstico. Esta trayectoria se sostiene gracias al moderado repunte del empleo hacia mediados de año, así como al sostenido crecimiento de los salarios y a la estabilidad en las colocaciones de consumo, que detuvieron una caída que se venía observando desde principios del año 2000. Por su lado, la inversión en construcción se vio impulsada por las favorables condiciones de crédito, compensando en parte el débil comportamiento de la inversión en maquinaria. La importante caída en el gasto se reflejó también en un déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos de 1,6% del PIB, un punto porcentual por debajo de lo proyectado en el Informe de septiembre

- Durante los próximos trimestres, lo más probable es que el crecimiento económico se base de forma más intensa en la demanda interna, lo que sustituirá el notable impulso positivo de la demanda externa en el curso del año pasado. Por el lado del consumo privado, se espera un incremento algo superior al experimentado en el último tiempo. Aunque el aumento del empleo desestacionalizado, que tuvo lugar a mediados del año pasado, se ha moderado de forma sustancial, el empleo en la construcción y la industria ha seguido creciendo en los últimos meses, lo que muestra que los aumentos en productividad no prosiguen al mismo ritmo que lo hicieron el año 2000. Por su parte, la política fiscal, en el marco del logro del superávit estructural, inducirá un impulso positivo sobre la demanda agregada en el año 2002. En el presupuesto se considera un crecimiento real del gasto con impacto macroeconómico de 4,9%, esencialmente impulsado por la inversión pública, que crecerá 11%.

- Para el año 2002 la proyección de crecimiento promedio se ubica en 3,2%, lo que refleja perspectivas de crecimiento para los principales socios comerciales de Chile casi dos puntos por

debajo de lo estimado en septiembre, pero que incorporan el efecto de la fuerte combinación de políticas fiscal y monetaria expansivas en los Estados Unidos. Esto está en línea con la percepción de la mayoría de los analistas, en el sentido que esta recesión internacional no será más duradera que las observadas en el pasado.

- Durante el año 2003, también consistente con el repunte esperado de la actividad mundial, se espera un crecimiento doméstico de 5%. Como es habitual, estas proyecciones se realizan bajo el supuesto metodológico que la tasa de política monetaria se mantiene constante en 6,5%. De la misma forma, el supuesto de trabajo utilizado para el tipo de cambio supone una depreciación nominal del orden de 2% en el horizonte de proyección, respecto al tipo de cambio promedio observado durante el mes de diciembre.

- En este entorno, la proyección para el crecimiento del gasto interno llega a 4,8% anual promedio para el bienio 2002-2003, mientras que el déficit en cuenta corriente alcanzará a 1% del PIB, resultado de la mejora en los términos de intercambio y de una reducción sustancial respecto de septiembre en la cuenta de servicios financieros, como fruto de las reducidas tasas de interés internacionales. Aunque se espera un entorno global más conducente al crecimiento económico sostenido, no es posible anticipar una reversión de los flujos de capitales de la magnitud vista a mediados de los años noventa.

- Además de estas perspectivas del crecimiento, la mayor estabilidad del tipo de cambio que se espera durante los próximos trimestres tiene también como contraparte menores presiones inflacionarias. La inflación del IPC y del IPCX se ubicaría en 2,7% y 3,2%, respectivamente, a fines del año 2002, alcanzando variaciones anuales de 2,5% y 2,2% el IPC y el IPCX hacia fines del próximo año. Estos reducidos niveles inflacionarios se explican en parte por el crecimiento de 3,2% proyectado para el 2002, el que hace persistir las dificultades para la descompresión de márgenes vía aumentos en precios finales. Los márgenes, además, se han visto acomodados por perspectivas de un tipo de cambio más apreciado y por la sustitución en el consumo hacia bienes de origen local, o bien importados de menor valor.

- A diferencia del último Informe, estas proyecciones indican una mayor inflación en el IPCX que en el IPC durante el año en curso y una menor durante el 2003. Ello, por cuanto las perspectivas para el precio de los combustibles son más bajas que las previstas hace un tiempo, esperándose, en todo caso, una recuperación gradual en los próximos dos años. Inicialmente, tras los atentados de septiembre, los mercados vieron en el desplome del precio del petróleo un fenómeno transitorio. Pero en la medida que se consolidó el escenario deprimido para la actividad mundial, junto con los problemas de la OPEP para coordinar recortes de producción, la proyección para el año se redujo hasta US$ 21 por barril (una caída de 8% respecto a las perspectivas del último Informe). Este cambio tiene una incidencia de algo menos de medio punto porcentual en promedio sobre la inflación anual a lo largo del año 2002. De hecho, la inflación anual del IPC se mantiene entre 2,5% y 3,0% durante todo el horizonte de proyección. La inflación del IPCX se ubica por sobre esto durante el 2002, para luego alcanzar entre 2,0% y 2,5% hacia fines del 2003. Las expectativas de inflación del sector privado muestran también una reducción respecto de lo esperado hace un par de meses atrás.

- Las proyecciones de este Informe se construyen sobre la base de los eventos que el Consejo estima como más probables. Aunque menores que hace unos meses, siempre persisten grados de incertidumbre. En el ámbito externo, se observa hoy una situación recesiva en las tres principales economías del mundo. En todo caso, aparte de Japón, no hay evidencia que indique que la combinación de políticas fiscal y monetaria expansivas, sobre todo en Estados Unidos, no sea capaz de gestar un repunte de la actividad y del gasto en el curso de este año, evitando, además, un colapso de la confianza y de los mercados de activos. En esta situación, se estima que el balance de riesgos, en lo referido a actividad mundial, se encuentra hoy más equilibrado que hace unos meses. A la posibilidad de una recuperación súbita de la economía norteamericana, deben contraponerse las dudas respecto de la velocidad de repunte de las principales economías europeas, así como la situación de permanente incertidumbre en Japón. Por lo mismo, respecto del escenario base se estima que los riesgos para los términos del intercambio se mantienen también balanceados.

- La situación financiera en Argentina claramente se deterioró mucho más de lo que se podría haber esperado hace unos meses. En todo caso, la situación de contagio financiero, aparente en el comportamiento del mercado cambiario hace unos meses, parece haberse debilitado de forma importante, lo que puede atribuirse a una serie de factores de carácter interno en el resto de las economías de la región. En el caso de Chile, destaca la solidez de las cuentas fiscales, el fin del proceso de cobertura cambiaria, el impacto de las reformas al mercado de capitales y el régimen de flotación cambiaria. Por otro lado, el efecto directo de la devaluación en Argentina sobre el tipo de cambio nominal en Chile debiera ser proporcional a la importancia del comercio con la vecina nación.

- El Consejo estima que, entonces, es en el ámbito interno donde persisten los mayores grados de incertidumbre. El Consejo considera que la desaceleración del gasto durante el año 2001 respondió esencialmente a las turbulencias en los mercados financieros, por lo que debería producirse un repunte en la acumulación de existencias en el primer semestre del próximo año, al igual que un mayor dinamismo en la inversión en maquinaria. Esto se sustenta, en todo caso, en que las condiciones en el mercado laboral sean proclives a incrementos en la ocupación, de forma de sostener en el tiempo la confianza de los hogares, permitiendo tasas de crecimiento del consumo privado y de la inversión inmobiliaria en los próximos años por sobre las cifras del año 2001.

- Escenarios alternativos más pesimistas se asocian con un deterioro mayor de la situación en el mercado laboral, con el consiguiente efecto sobre las expectativas de los consumidores y la postergación del proceso de reacumulación de existencias, o con una situación externa donde el crecimiento de la demanda externa se deteriora más allá de lo previsto. El conjunto de estos antecedentes lleva a estimar que el balance de riesgos para la actividad se encuentra sesgado a la baja. Escenarios alternativos de mayor crecimiento aparecen como menos probables que escenarios de menor crecimiento.

- Con respecto a la inflación, más allá del impacto de las condiciones en los mercados de bienes y factores y de la trayectoria del tipo de cambio real, el precio del petróleo es una fuente importante de incertidumbre. Es posible que la OPEP consolide su control sobre el mercado del crudo, pero no es descartable que ocurra una situación inversa, con un precio que retorne de forma persistente a niveles bajo US$ 20 por barril. Un escenario y otro están probablemente ligados al desempeño de la actividad mundial. Por lo tanto, el balance de riesgos para la inflación del IPC aparece como equilibrado.

- En cualquier caso, el Banco Central continuará atento a la ocurrencia efectiva de alguno de estos escenarios alternativos, de modo de usar su política monetaria con toda la flexibilidad necesaria para no comprometer el logro de la meta de inflación. El Consejo prestará especial atención en los próximos meses a la velocidad de crecimiento del gasto interno y el empleo, así como a los desarrollos en la economía mundial, en particular el ritmo de crecimiento en Estados Unidos y la situación financiera en el resto de las economías emergentes.

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 manifiesta su conformidad con las proyecciones de términos de intercambio pues son consistentes con la idea de una economía mundial que va a crecer el 2002 a un ritmo parecido al del año anterior. Señala que durante el año 2003 va a crecer más rápido, pero solamente en niveles similares al crecimiento de la capacidad del potencial, por lo cual va a persistir una brecha a través del tiempo, lo que dificulta un aumento más rápido en los términos de intercambio. Donde manifiesta algunas discrepancias con el Informe presentado, es respecto de las proyecciones del precio del petróleo. Si bien se trata de un precio en que nadie sabe con certeza cuáles son las proyecciones, considera que se encuentran algo sesgadas al alza en el sentido que las cifras de los precios a futuro están indicando para el 2002 y para el 2003 un precio en torno a US$20 por barril. En todo caso, indica, que esta

diferencia no tiene gran incidencia en los términos de intercambio, pues el precio del petróleo es solamente un componente menor, pero sí tiene alguna importancia, porque sólo se trata de una o dos décimas, sobre las proyecciones de inflación.

- En relación con el posible shock del impuesto a las importaciones de gas natural desde Argentina, se manifiesta que las últimas informaciones indican que las empresas petroleras negociaron con el gobierno argentino y llegaron a un acuerdo de traspasar US$1.400 millones en los siguientes 45 días, sin la necesidad de un impuesto. Esto podría revertirse en el futuro, por lo tanto es un riesgo sobre el cual hay que estar atento.

- Otro participante revela sus aprensiones respecto de término del contagio de la situación argentina, dados los desarrollos recientes, por lo que desde esta perspectiva existiría un riesgo no menor para la economía chilena que se evidenciaría a través de incrementos del tipo de cambio. Como segundo elemento indica que respecto de la economía mundial, se está ante un punto de quiebre, en el cual terminaron de ajustarse a la baja las proyecciones, particularmente en la economía norteamericana. Existe la sensación de que, en los próximos meses, estas proyecciones se van a seguir corrigiendo al alza, y que el estímulo que tiene la economía norteamericana por el lado monetario y el que puede tener por el lado fiscal, es considerable y que por lo tanto, hay una muy buena posibilidad de que, comenzando el año 2003, se observen mejores términos de intercambio, con un mayor crecimiento de la economía mundial.

- En este último caso, se comenta que efectivamente varios bancos de inversión han estado aumentando sus proyecciones de crecimiento de Estados Unidos para el 2002, sin embargo, se hace notar que esas revisiones lo que han hecho es acercar las proyecciones de esos bancos de inversión a las proyecciones de Consensus Forecast, que son las que se están considerando en el Informe de la División Estudios.

- Respecto de la economía norteamericana, se argumenta que el escenario central del Informe incluye un supuesto de que hay una recuperación bastante vigorosa en ese país en el mediano plazo. Frente a eso, se indica que efectivamente es posible que se dé una solución de mayor dinamismo, pero aún no hay ningún antecedente de que eso vaya efectivamente a materializarse en el corto plazo. Por ello, el balance de riesgos respecto a esa variable, en particular, parecería estar equilibrado en la actualidad.

- En términos de proyecciones internas, se indica que lo que podría estar ocurriendo es que se esté en presencia de un riesgo de modelo, en el sentido que fueran más sensibles a los últimos datos de inflación y tipo de cambio.

- Respecto de lo anterior, se manifiesta que es indudable que siempre los sesgos van en una dirección u otra. Si bien la inflación resultó ser inferior a la que se proyectó, a pesar de una depreciación del tipo de cambio bastante por sobre lo que se esperó en el modelo, ello fue en el contexto de un crecimiento económico que estuvo muy por debajo de las proyecciones de principios de año. En efecto, el Informe de enero del año 2001 proyectó un crecimiento de 5,6% para la economía chilena y se terminó con una cifra de 2,5 puntos por debajo de eso, lo que se refleja prácticamente uno a uno con una mayor brecha de capacidad frente a lo que se proyectó en ese momento.

- En relación con el tema argentino, se indica que las exportaciones chilenas hacia ese país son pequeñas, dado que cada 25 dólares que se exportan sólo uno va a Argentina. A su vez, se indica que a la luz de los recientes episodios de depreciación mundial, es poco probable que la depreciación real de la moneda argentina alcance a más de 30% ó 40%. De esta forma, lo relevante es determinar cuánta presión le introduce la depreciación argentina al tipo de cambio en Chile. Se indica que, si bien es cierto que en el corto plazo se pueden producir cambios en los precios relativos, no se podría pensar en un shock persistente derivado de la depreciación argentina. Dadas las fortalezas de la economía chilena, se considera que es difícil justificar que se pueda tener de manera sistemática presiones sobre el peso y un prolongado contagio que

sea dañino en materia de inflación.

- Reafirmando lo anterior, se indica que desde el punto de vista de mediano plazo, la importancia relativa de Argentina en el comercio chileno es pequeña. No obstante, desde una perspectiva de corto plazo hay probablemente transferencias de activos que pudieran producirse, que llevarán a precios muy atractivos a algunos inversionistas nacionales que quisieran invertir allá o a otros inversionistas a buscar cobertura en el mercado de pesos. En todo caso, se trata de influencias transitorias como se observó ya el año pasado, la que, después de un cierto tiempo, se revierten en una situación normal. Afortunadamente, se manifiesta, las presiones sobre el tipo de cambio están ocurriendo justamente en los momentos en que las presiones inflacionarias internas parecen ser las menores, lo cual permite estabilizar, en parte, el ritmo inflacionario de los próximos meses y evitar fluctuaciones mayores en la tasa de inflación.

- Se considera que el Informe, como está presentado, está bastante bien balanceado y muestra con bastante realidad que las perspectivas de inflación hacia el futuro apuntan a tasas de inflación que se mueven por debajo del centro de la meta y que se aproximan hacia su parte inferior. Al mismo tiempo, no se prevén eventos que pudiesen reducir bruscamente la brecha entre el PIB efectivo y el producto potencial o que pudieran afectar otras variables que pusieran en riesgo la meta inflacionaria.

- Se manifiesta que uno de los principales riesgos que se enfrenta es el de una sorpresa inflacionaria que pueda llevar la tasa de inflación por debajo de 2% en un par de meses más. En términos generales, la economía va a tener un crecimiento bajo el año 2002; el precio del petróleo estará relativamente bajo; el precio del cobre será relativamente reducido también; y el coeficiente de traspaso del tipo de cambio a inflación es menor, dado el esquema de política imperante hoy en día.

- Además, se indica, se ha logrado que el mercado internalice lo que es la visión del Banco Central de cómo está evolucionando la economía y cómo se toman las decisiones de política monetaria, de modo que ya el mercado tiene bastante anticipado una baja en la tasa de política monetaria en el corto plazo.

- Otro participante señala que el Banco Central al tener un esquema de política monetaria basado en consideraciones de mediano plazo, debe incorporar con mucha cautela la situación económica internacional, en particular si se está en presencia de un alza de alrededor de 30 pesos en el tipo de cambio en poco más de una semana, lo que lo hace ser más cuidadoso en las decisiones adoptadas.

- Adicionalmente, se destaca el hecho que no se percibe una fuerte reducción en la brecha entre el PIB efectivo y el producto potencial, por lo que, por ese lado, no habría presiones inflacionarias adicionales y quedan por resolver las incertidumbres que pudiesen haber por el lado argentino; por lo demás, hay un margen de un punto completo en las proyecciones de inflación para absorber y mantenerse aún dentro del rango. Esto es, las proyecciones actuales, con la situación tal como se prevé en Argentina, entrega 3% en veinticuatro meses, o sea, hay un punto completo hasta el 4% para absorber eventuales riesgos que pudieran producirse por el lado de Argentina y que seguramente tendrían un impacto menor a ése en caso de materializarse, y existe siempre la posibilidad de ir revisando las políticas y ajustándolas al cambio de las proyecciones.

OPCIONES

- El Informe presenta una situación macroeconómica de menores presiones inflacionarias presentes y proyectadas futuras, en relación con las anticipadas hace un mes. Las perspectivas anteriores se insertan en una situación internacional menos incierta que en el pasado reciente, reflejo de una probable recuperación de la economía mundial a partir del segundo semestre de 2002. La crisis en Argentina aún no parece tocar fondo, pero el grueso de sus efectos financieros parecen haber sido absorbidos en la región y en Chile. No obstante lo anterior, no

se debe descartar adicionales consecuencias adversas
para Chile, de carácter transitorio, de agudizarse el escenario adverso en el país vecino.

- Las menores presiones inflacionarias de mediano plazo se deben a la conjunción de los siguientes factores:

  (i) menores tasas de crecimiento real, proyectadas en 4,1% anual promedio para 2002 y 2003, en vez de la estimación de 5,1% para el mismo período del Informe de septiembre.

  (ii) mayor debilidad en las presiones de demanda, reflejadas en tasas de crecimiento anual promedio del gasto de 5,6% para 2002 y 2003, versus 6,5% en el Informe anterior.

  (iii) menores presiones de costos, debidas a la apreciación del peso chileno a partir de octubre, un traspaso muy bajo de las devaluaciones previas a precios internos y un precio del petróleo en torno a 10% más reducido.

- Este panorama se acompaña de una trayectoria de inflación mensual muy reducida, e incluso negativa desde octubre, y que se espera continúe durante enero y febrero.

- Las débiles presiones inflacionarias se reflejarían en un acercamiento gradual de la inflación al límite inferior del rango meta, en condiciones de una brecha entre PIB efectivo y potencial negativa y niveles de desocupación moderadamente elevados. Más aún, no se observa en ningún trimestre del horizonte de proyección 2002-2003, el alcance del límite superior del rango meta de inflación. Ello contrasta con las proyecciones de inflación de los últimos meses, que identificaban una joroba inflacionaria con tasas de inflación cercanas o superiores al límite del 4% para mediados del 2002.

- Considerando estas perspectivas para la inflación, insertas en un cuadro de brechas negativas de producto y empleo, se presentan tres opciones para la política monetaria: reducir la tasa de política monetaria en 25 puntos base, reducir la tasa de política monetaria en 50 puntos base y reducir la tasa de política monetaria en 75 puntos base. Ciertamente podrían considerarse también opciones más extremas —como mantener la tasa de interés política monetaria o reducirla en 100 o más puntos base — pero las circunstancias descritas no parecen justificar la discusión de opciones de un espectro tan amplio.

- Se justificaría tomar la primera opción de política monetaria si el balance de riesgos estuviese sesgado hacia una mayor inflación y/o si la corrección de 25 puntos base en la tasa de política llevase a las proyecciones a niveles cercanos al centro del rango meta en el horizonte de política. La evaluación de la División Estudios es que, condicionado a la mantención de la tasa de política monetaria, el balance de riesgos para el crecimiento se encuentra sesgado a la baja, mientras que para la inflación está balanceado. Por otra parte, la reducción de la tasa de política monetaria en 25 puntos base no parece suficiente para llevar a la inflación hacia 3% en el horizonte, como se desprende de la opción siguiente.

- Se justificaría tomar la segunda opción si el balance de riesgos para la inflación estuviese equilibrado y, sobre todo, si la corrección de 50 puntos base en la tasa de política llevase a las proyecciones a niveles cercanos al 3%. La primera condición se cumple, de acuerdo con el Informe presentado, en tanto que la segunda condición, de acuerdo a los modelos de proyección, también se cumple para la inflación del IPC.

- Se justificaría tomar la tercera opción de política monetaria si el balance de riesgos para la inflación estuviese desequilibrado hacia una menor inflación, aumentando el riesgo que la inflación del IPC cruce el límite inferior del rango meta durante 2003. En este caso, la

corrección de 75 puntos base en la tasa de política sería necesaria para llevar las proyecciones a niveles más cercanos al 3%. Este no parece ser el caso, debido a que la inflación del IPC, con una reducción de esta magnitud, se ubicaría en torno a 3,5% hacia fines del año 2003. La inflación del IPCX sí alcanzaría 3,0%.

- Finalmente, cabe mencionar que el mercado tiene internalizada una reducción de la tasa de interés de política monetaria que está centrada en torno a 50 puntos base y que se ha afianzado con la inflación negativa de diciembre.

- En balance, las consideraciones anteriores reducen méritos a la primera y tercera opción, en comparación a la segunda opción de política monetaria.

ACUERDO

El Consejo, por unanimidad de sus miembros, acordó reducir la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base, desde 6,5% anual a 6,0% anual. Asimismo, los tramos de la línea de crédito de liquidez se ajustan en 50 puntos base.