

Acta correspondiente a la Sesión Ordinaria de Política Monetaria N° 47
celebrada el 8 de mayo del 2003

ASISTENTES

- a) Consejeros, señores:

Vittorio Corbo Lioi
Jorge Marshall Rivera
María Elena Ovalle Molina
Jorge Desormeaux Jiménez
José De Gregorio Rebeco

- b) Otros participantes, señores:

Camilo Carrasco Alfonso (Gerente General);
Miguel Angel Nacur Gazali (Fiscal y Ministro de Fe);
Rodrigo Valdés Pulido (Gerente de División Estudios);
Esteban Jadresic Marinovic (Gerente de División Internacional);
Luis Oscar Herrera Barriga (Gerente de División Política Financiera);
Pablo García Silva (Gerente de Análisis Macroeconómico);
Klaus Schmidt-Hebbel Dunker (Gerente de Investigación Económica);
Sergio Lehmann Beresi (Gerente de Análisis y Operaciones Internacionales);
Ricardo Vicuña Poblete (Gerente de Información e Investigación Estadística);
Cecilia Feliú Carrizo (Secretaria Ejecutiva del Gabinete de la Presidencia);
Cecilia Navarro García (Jefe de Prosecretaría).

- c) Asiste también la Ministra de Hacienda Subrogante, señora María Eugenia Wagner Brizzi y, especialmente invitada, la Asesora Macroeconómica del Ministerio de Hacienda, señora Bernardita Piedrabuena Keymer.

1. ACUERDO : Se acuerda mantener la tasa de interés de política monetaria en 2,75% anual.
2. MATERIA : Reunión Mensual de Política Monetaria correspondiente a mayo 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 mayo de 2003:

SÍNTESIS DEL MES

- Más allá de las pronunciadas fluctuaciones que ha tenido la inflación durante los últimos meses, las tendencias inflacionarias se mantienen aproximadamente en línea con lo esperado en el último *Informe de Política Monetaria*, incluyendo una paulatina convergencia de la inflación, total y subyacente, al centro del rango meta en el horizonte habitual de proyección. Asimismo, la trayectoria de aceleración gradual en el crecimiento del PIB continúa y se espera una disminución progresiva de las brechas de capacidad, especialmente en el curso del próximo año y el siguiente. Aunque en la actualidad persisten riesgos relevantes que podrían significar que la marcha de la economía difiera de la prevista, en particular por la trayectoria que tome el crecimiento mundial, los riesgos de un incremento sustancial y sostenido en el precio del petróleo, que ha vuelto a ubicarse por debajo de US\$25 por barril, se han disipado.
- La inflación ha venido mostrando vaivenes pronunciados desde fines del año pasado, causados por las variaciones de los precios internos de los combustibles, del tipo de cambio y de algunas tarifas reguladas. Así, mientras hacia fines del tercer trimestre de 2002 la tasa de inflación anual permanecía cerca del límite inferior del rango meta, en marzo pasado superó el límite superior. En abril, luego de la normalización prevista del precio del petróleo y sus derivados y la disminución del tipo de cambio, la variación anual de los precios volvió a ubicarse en el rango meta, esperándose disminuciones adicionales en los próximos meses. Los componentes persistentes de la inflación han mantenido una trayectoria más estable. Luego de declinar desde 3,0 a 1,7% en el curso del año 2002 y hasta enero de este año, la inflación subyacente, excluyendo además tarifas reguladas, ha aumentado hasta llegar a 2,6% en abril.
- En el escenario más probable considerado en este *Informe*, la gradual normalización de los márgenes de comercialización, comprimidos en los años 2001 y 2002, se reflejará en un moderado aumento de la inflación subyacente en la economía, excluyendo los vaivenes de las tarifas reguladas. A su vez, se espera que incidan algunas presiones de costos en el horizonte de proyección, que han estado ausentes en los últimos años. Específicamente, se prevé que tanto el aumento de los costos laborales unitarios como la inflación externa en dólares serán más elevados durante los próximos trimestres que lo observado en los dos últimos años. Con esto, y como anticipaba el *Informe* de enero, se estima que la inflación subyacente, excluyendo tarifas reguladas, presentará un incremento gradual hasta cifras cercanas a 3% durante el año 2004, en la medida que las condiciones de los mercados de bienes y factores permitan la mencionada descompresión de márgenes y generen menores holguras en el mercado laboral.
- En este panorama de mediano plazo para la inflación serán decisivos el desempeño de la economía global y el dinamismo con que continúe la demanda interna, a partir de la evolución del consumo y de la inversión. Es importante destacar que en esto, así como en la trayectoria que efectivamente tome la actividad en Chile, los sectores no vinculados a recursos naturales juegan un rol clave. En efecto, el resto de los sectores, en particular la minería, han presentado una alta volatilidad en los trimestres recientes, movimientos que no necesariamente se vinculan con cambios en las perspectivas inflacionarias de la economía.
- En el entorno internacional, el fin del conflicto en Irak despejó algunas incertidumbres, lo que se ha reflejado principalmente en la normalización del precio del petróleo. No obstante, los indicadores reales de actividad y gasto en Estados Unidos han tendido a deteriorarse a partir de noviembre pasado y aún no muestran señales claras de recuperación. Esto último está en parte asociado al efecto directo de las turbulencias recientes, verificándose de forma más marcada en los fuertes movimientos que han tenido los indicadores de expectativas. Sin embargo, también existen, otros factores que denotan una debilidad mayor de la economía de Estados Unidos, como la débil creación de empleo de los últimos meses, el abultado déficit de cuenta corriente y los bajos niveles de capacidad utilizada que

exhibe el sector industrial. En los mercados financieros internacionales, una parte del mercado tiene expectativas de nuevos relajamientos monetarios por parte de la Reserva Federal, aunque la mayoría también espera el inicio de un ciclo de alzas de tasas hacia fines de este año. En Europa, en tanto, la debilidad del crecimiento junto con perspectivas inflacionarias bastante acotadas, llevan a esperar reducciones adicionales de la tasa de interés por parte del Banco Central Europeo. Asimismo, en Japón persiste un escenario de bajo crecimiento con presiones deflacionarias. De esta forma, el conjunto de noticias provenientes de las economías más desarrolladas muestra un deterioro leve con respecto de lo que se esperaba antes de la guerra. Se mantiene, en todo caso, la expectativa de que los socios comerciales crezcan en el año 2003 más que en 2002.

- Probablemente es en los mercados emergentes donde se han dado las novedades más significativas del escenario externo. En América Latina, Brasil y Argentina han logrado grados mayores de estabilidad macroeconómica. Destaca la fuerte apreciación del real brasileño en los meses recientes, junto con la caída sustancial del *spread* soberano y avances institucionales relevantes. En Argentina, las cifras de crecimiento económico también son superiores a las que se esperaban hace un tiempo, y el peso ha tenido una apreciación importante. Por su parte, los mercados financieros internacionales han reducido, en general, su aversión al riesgo, lo que se ha reflejado no solo en los precios de los activos en los mercados desarrollados sino también en caídas importantes de los niveles de riesgo soberano y en perspectivas financieras más favorables para las economías emergentes y otros activos de clases consideradas de mayor riesgo.
- De todas formas, la paridad del dólar, particularmente frente al euro, ha persistido en niveles algo más débiles, lo que incrementa la inflación externa en dólares prevista para este año, pero con menores presiones hacia 2004. De esta manera, se detiene y revierte parcialmente el proceso de caída de precios externos en dólares que se prolongó durante 2001 y 2002. Por un lado, ello hace desaparecer un factor mitigador de presiones de costos importadas y, por otro, refleja un mejoramiento de la trayectoria de precios externos que enfrentan las exportaciones chilenas, luego de varios años de deprimidos niveles.
- Además, se espera que el precio del cobre, tras sufrir fluctuaciones importantes relacionadas con la guerra de Irak, tienda a afianzarse, alcanzando promedios de US\$0,76 y US\$0,82 este año y el próximo. Asimismo, se espera que, en promedio, el precio del petróleo baje desde un rango US\$25-US\$26 por barril este año hasta US\$23 el próximo. Estos antecedentes permiten anticipar un repunte de los términos de intercambio, cercano a 3% anual promedio, en 2003 y 2004, luego de incrementarse en 1,3% durante el año pasado.
- En el ámbito interno, la política monetaria continúa impulsando la actividad y el gasto. Esto se aprecia en los actuales niveles de las tasas de interés de mercado y en que las colocaciones, pese a presentar una cierta desaceleración durante los meses de verano, han tendido a retomar mayores tasas de crecimiento anual. Cabe mencionar, además, que los problemas financieros asociados al caso Corfo-Inverlink no entorpecieron la transmisión monetaria, reflejándose principalmente en un incremento transitorio de los saldos mantenidos en cuentas corrientes del sector privado. Por el momento, no se aprecian consecuencias macroeconómicas directas de relevancia de este episodio.
- Las tasas de interés de largo plazo han continuado bajas, aunque con una cierta tendencia al alza, en línea con los antecedentes de actividad del primer trimestre y las reducidas expectativas de inflación en el corto plazo. Por su parte, el tipo de cambio nominal ha reflejado durante este año las turbulencias de los mercados financieros internacionales, en particular la creciente incertidumbre previa al corto conflicto del Medio Oriente y su impacto en el precio del petróleo. Luego de haber sobrepasado los \$760 por dólar, en días recientes el tipo de cambio nominal cayó a cerca de \$700 por dólar, marginalmente por debajo de su nivel de enero. El tipo de cambio nominal multilateral (TCM), por su parte, ha mostrado los vaivenes del tipo de cambio nominal, aunque amortiguados por los

movimientos en las paridades. En abril, el TCM se ubicó 1,6% por encima de su valor promedio de enero.

- La información más reciente indica que, en términos generales, continúa el repunte del gasto interno que se apreció en el curso del año pasado y principios de éste, aunque con un incipiente mayor protagonismo de componentes distintos del consumo privado. El mercado inmobiliario sigue activo, observándose un repunte en las ventas de viviendas nuevas y una recuperación relevante de los permisos de edificación habitacionales. Se aprecia un proceso de mayor acumulación de existencias y cierto mayor empuje por el lado de la formación bruta de capital. En su conjunto, los indicadores económicos siguen reflejando un proceso gradual de aumento en el crecimiento desde niveles modestos, con la natural heterogeneidad de la información que se acumula mensualmente, especialmente en momentos de alta volatilidad. La producción total, en todo caso, muestra en los meses recientes una clara tendencia de aceleración, la que se explica sólo parcialmente por la evolución de la actividad minera.
- Aunque las compras de bienes de consumo y las expectativas de los hogares mostraron cierta debilidad recientemente, por ahora ello parece ser un fenómeno esencialmente puntual, que no justifica modificar el panorama esperado de gradual aceleración del gasto en consumo previsto para este año. En primer lugar, se espera que los indicadores de la confianza de los consumidores continúen recuperándose junto con la caída del precio de los combustibles y de la locomoción colectiva. En segundo lugar, las ventas de bienes durables se mantienen altas, pudiendo explicarse el menor dinamismo en el margen por el fin de un ajuste de *stocks*, proceso que por su naturaleza fue básicamente transitorio. En tercer lugar, la ocupación mantiene un crecimiento sostenido, en particular en el sector privado, y las colocaciones de consumo siguen expandiéndose a tasas significativas. Con todo, los antecedentes relacionados con la evolución del consumo durante el segundo y tercer trimestres de este año serán elementos claves a la hora de determinar la velocidad efectiva a la cual se cerrarán las holguras de capacidad. En este sentido, un continuado contexto de moderación en los incrementos salariales permitirá mantener expectativas de positiva creación de empleo, lo que a su vez tiene gran relevancia para el afianzamiento de las expectativas de los consumidores.
- Por el lado de la inversión, las holguras de capacidad existentes en diversos sectores dificultan por el momento un repunte vigoroso de la formación bruta de capital fijo a nivel agregado. De hecho, las importaciones y ventas internas de bienes de capital, que se asocian a inversión en maquinaria y equipos, muestran una tendencia débil de crecimiento. El mercado inmobiliario, por su lado, que mostró gran vigor en los últimos cuatro trimestres, presenta en el margen un menor dinamismo, pero con niveles de ventas de viviendas nuevas aún elevados. Siguiendo esta dinámica de las ventas, los permisos de edificación han crecido en los meses recientes. Hacia adelante, la parcial recuperación de la rentabilidad corporativa hace esperar un dinamismo mayor en la acumulación de capital, especialmente de los sectores exportador y de sustitución de importaciones, en que la recuperación de los indicadores de rentabilidad es más notoria. Todo esto, junto con una trayectoria de la inversión pública que no se desvíe sustantivamente de lo previsto, permitirá incrementar levemente la tasa de inversión fija, sobre todo durante el año próximo. Por su parte, las existencias se aprecian más dinámicas, probablemente por un proceso de reacumulación luego del repunte que experimentó el consumo durante la segunda mitad del año pasado y que parten desde niveles más bien reducidos.
- La situación de las cuentas fiscales sigue siendo sólida, con bajos niveles de deuda pública, lo que permite esperar un moderado impulso a la demanda agregada este año. Los reducidos niveles de *spread* financiero externo facilitan la mantención de bajas tasas de interés reales de largo plazo, con lo que las condiciones financieras internas continúan apoyando una recuperación del gasto y de la actividad, situación que debiera sostenerse en el tiempo. En la medida que la actividad y el gasto privado continúen en una senda de aceleración gradual, es también probable que las finanzas públicas actuarán de manera

algo menos estimulativa que en los años recientes, fenómeno coherente con la regla de superávit estructural. Por otra parte, la política fiscal enfrenta importantes desafíos por la pérdida de ingresos estructurales causada por el impacto fiscal de la firma de los tratados de libre comercio con diversas economías.

- Por el lado externo, en tanto, las exportaciones mantienen un moderado crecimiento en sus volúmenes. Las de cobre se han recuperado luego de los fuertes recortes de producción del año pasado, lo que hace anticipar un perfil anual de crecimiento de las exportaciones bastante disparejo en el presente año. Se espera que el resto de los componentes de las exportaciones tenga una trayectoria más estable, apoyada por el actual nivel de tipo de cambio y la recuperación de los precios externos, coherentes con un incremento de la rentabilidad de este sector. En su conjunto, se espera que los volúmenes exportados de bienes se incrementen entre 4,0% y 5,0% durante este año en el escenario central de proyección. Estas cifras serían aún mayores en 2004 gracias al mayor crecimiento de los socios comerciales.
- En suma, aunque se puede apreciar que el conjunto de elementos relativos a los indicadores parciales de gasto y actividad es bastante variado, ello puede reflejar la heterogeneidad propia de una economía que está tomando un mayor dinamismo, de forma gradual y por etapas, y no pareja a través de todos los agentes y sectores. Por ahora, los antecedentes indican que la probabilidad de una desaceleración más generalizada de la actividad, que disminuya de forma significativa las presiones inflacionarias subyacentes en el horizonte de proyección, es baja.
- Hacia adelante se espera que, en el escenario más probable, la actividad económica mundial —y de Estados Unidos en particular— aumente gradualmente, acercándose a las tasas de crecimiento de tendencia hacia fines del próximo año. Junto a ello la recuperación de los términos de intercambio apoyará un crecimiento del ingreso nacional superior al de años recientes. Los avances hacia mayores grados de estabilidad financiera en países vecinos permitirán también disminuir las incertidumbres locales, apoyando eventuales aumentos de los flujos de capital y una recuperación del comercio con la región. Este conjunto de antecedentes, además de las condiciones monetarias expansivas de la actualidad, llevará el crecimiento económico este año hasta cifras de entre 3% y 4%, rango equivalente al previsto en enero pasado, aunque el impulso que tendrá la economía puede ser levemente menor que el esperado en el último *Informe*, debido a la evolución probable del entorno global. Con ello, las holguras en el uso de capacidad no sufrirán modificaciones de importancia en el período. Con los antecedentes disponibles hasta el momento, que incluyen un panorama de crecimiento potencial de entre 3,5 y 4% por año durante este año y el próximo, se espera un crecimiento de la actividad mayor que 4% para 2004, con lo que las brechas de capacidad disminuirían en cerca de 1% del PIB. En el escenario central este cierre de las brechas de capacidad —que es el factor pertinente para determinar presiones inflacionarias, más que una tasa de crecimiento particular— será progresivamente más acentuado. La demanda interna, en tanto, presentará una expansión promedio anual de entre medio y un punto por sobre el crecimiento de la actividad en 2003 y 2004. Con ello, el déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos se mantendrá cerca de 1% del PIB.
- La continuidad del escenario de crecimiento más probable para este año y el próximo respecto de lo considerado en enero pasado también se verifica en las proyecciones de los analistas. En efecto, la última encuesta de expectativas del Banco Central señala una mediana de proyecciones para 2003 de 3,4%, cifra que se compara con 3,1% en enero pasado, mientras que para 2004 las proyecciones se han mantenido algo por sobre 4%. Una situación similar se verifica en la media de proyecciones informada por *Consensus Forecasts*.
- La principal implicancia de esta trayectoria de expansión de la actividad económica para el análisis de política monetaria es la perspectiva de una gradual descompresión de los

márgenes de comercialización. Aunque posiblemente la economía puede en la actualidad acomodar márgenes más comprimidos que en el pasado en forma más persistente, debido a las ganancias de eficiencia y a la mayor competencia en el sector comercio, es previsible que ocurra una descompresión parcial de ellos, en la medida que mejoren las condiciones de demanda agregada.

- Adicionalmente, en el panorama de aumento de presiones subyacentes de inflación, también influye la perspectiva de que reaparezcan mayores costos, tanto laborales como importados medidos en dólares. Estos mayores costos teóricamente comprimirían los márgenes, de no mediar una trayectoria inflacionaria congruente. Por un lado, aunque todavía los salarios nominales crecen a tasas reducidas, en torno a 4% anual, el incremento reciente del empleo ha llevado aparejado un menor dinamismo de la productividad, tendencia que se espera predomine en el primer semestre de este año. A ello se añade el mejor comportamiento esperado de la tasa de desocupación, que probablemente influirá sobre los reajustes salariales, más allá del efecto de las cláusulas de indexación. En todo caso, la influencia de ambos mecanismos dependerá crucialmente de la fortaleza que tome la trayectoria de aceleración de la actividad, y de que se consoliden las perspectivas positivas del mercado laboral. Por otro lado, se espera una mayor inflación externa, pues la depreciación del dólar en los mercados internacionales ocurrió de forma más rápida que lo anticipado. Este fenómeno se vería solo parcialmente compensado por perspectivas de una apreciación real del peso, respecto de los niveles observados recientemente, en línea con los diferenciales de tasas reales de largo plazo externas e internas. En todo caso, dado el régimen de flotación, es difícil anticipar con certeza la trayectoria efectiva del tipo de cambio.
- Así, luego de mantenerse en torno a 2,5% en el segundo y tercer trimestres de este año, se espera que la inflación subyacente del IPCX tienda gradualmente a acelerarse, hasta tasas marginalmente sobre 3% hacia fines del horizonte de proyección, que en esta ocasión abarca hasta el primer trimestre del año 2005. Más específicamente, se espera que a fines de este año la inflación del IPCX alcance a 2,8%, llegando a 3,2% a fines de 2004 y a 3,3% el primer trimestre de 2005. La inflación subyacente promedio alcanzará 2,7% en los próximos doce meses y 2,9% en los siguientes doce.
- Por su parte, la fuerte caída reciente del precio de los combustibles en el mercado interno, junto con las expectativas de un escenario estacional normal para los precios de los productos perecibles, permiten anticipar que la inflación anual del IPC transitará rápidamente desde el techo hasta cerca del piso del rango meta a fines de este año, pudiendo incluso ubicarse puntualmente por debajo de 2% durante algunos meses del cuarto trimestre de 2003 o del primer trimestre de 2004. Esta evolución es el resultado natural de los vaivenes de los componentes más volátiles de la inflación, como los precios del petróleo y de los productos perecibles. En la medida que en el año 2003 el precio internacional del crudo se acerque a US\$23 por barril, la inflación anual del IPC convergerá a la inflación anual del IPCX, lo que lleva a esperar una variación anual del IPC de 3,2% para el primer trimestre del año 2005. Para fines de 2003 la inflación se ubicaría en 2,5%, mientras que para fines de 2004 se prevé una inflación del IPC también de 3,2%. La inflación promedio de los próximos doce meses alcanzará 2,5%, cifra que aumenta a 2,8% durante los siguientes doce.
- Estas cifras se comparan con proyecciones de analistas de mercado que fluctúan en torno a 3% para los siguientes 24 meses. La inflación implícita en los diferenciales de tasas de interés (incluyendo un premio por riesgo) se ubica en la actualidad en 2,5% para un plazo de 24 meses, y una cifra similar para el plazo de cinco años.
- El cierre gradual de las brechas de capacidad, la descompresión de márgenes y la evolución de algunos factores de costo siguen siendo los elementos centrales detrás de estas proyecciones de inflación, aspecto que, como siempre, está sujeto a riesgos. En la

actualidad, una parte de estos riesgos se ha mitigado con respecto a lo previsto en el último *Informe*, principalmente la trayectoria del precio del petróleo, la incertidumbre geopolítica y las condiciones financieras de los países vecinos. Los riesgos de escenarios bélicos extremos, por una propagación de la guerra o por la interrupción del suministro de crudo a nivel mundial, se disiparon rápidamente. Ello indudablemente redujo la incertidumbre con relación a la marcha de la economía chilena. De la misma forma, la mayor fortaleza política y financiera regional ha acotado la posibilidad de escenarios de alta inestabilidad, como los vividos durante los años 2001 y 2002.

- En el entorno internacional, sin embargo, persisten las dudas acerca del ritmo de crecimiento que tomará la economía estadounidense hacia fines de este año y durante el próximo. Existen aspectos como el aún abultado endeudamiento de los hogares, los significativos déficit en cuenta corriente y la posibilidad de una caída abrupta del precio de los activos inmobiliarios que pueden hacer peligrar la recuperación de la actividad. La situación de debilidad en la zona euro y Japón, en tanto, también refuerza los riesgos de que no se materialice una recuperación más sostenida de la economía mundial. También está latente el efecto económico que pueda tener el *Síndrome Respiratorio Agudo Grave* (SARS), cuyo impacto hasta el momento está acotado a los países asiáticos. De otra parte, el escenario base también podría mostrar una desviación positiva respecto de los flujos de capitales de corto plazo, pues el aumento del apetito por riesgo de los inversionistas internacionales junto con la posición líquida que mantienen, podría traducirse en mayores flujos de corto plazo a economías emergentes. Un escenario de mayores flujos de capitales podría sostener un mayor gasto interno y un mayor déficit de cuenta corriente.
- En el ámbito interno, aunque con menor incertidumbre que en enero, persisten dudas respecto del vigor del repunte de la actividad y del gasto. En todo caso, el que la mayoría de los indicadores internos haya mostrado una trayectoria al alza en los últimos meses, a pesar de la mayor incertidumbre externa y el menguado dinamismo del mundo desarrollado, es síntoma de que el proceso de aceleración no es tan frágil.
- Además del efecto sobre la trayectoria probable de la inflación que podrían tener los riesgos mencionados, existe incertidumbre respecto del curso que pueda tomar la inflación importada. Asimismo, existen dudas respecto de cuán persistente es la mayor inflación subyacente, excluido el efecto de los precios regulados, verificada en lo más reciente. Relacionada a esto está la posibilidad de que la compresión de los márgenes de comercialización observada hasta ahora sea más duradera, gracias a —por ejemplo— cambios estructurales en el comercio, y/o que las holguras de actividad que se consideran en el análisis sean en realidad diferente.
- En la ponderación de estos antecedentes, el Consejo estima que los escenarios alternativos no reflejan un sesgo particular para el crecimiento ni para la inflación. A diferencia de lo considerado en enero pasado, existe por lo tanto un balance de riesgos neutral, tanto para la actividad como para la inflación.
- En los próximos meses, el Banco Central pondrá especial atención en la persistencia de las tendencias de crecimiento de la actividad y el gasto, el desarrollo de la economía mundial, en particular en Estados Unidos, y en el comportamiento de las presiones de precios más subyacentes, incluyendo la evolución de los costos y componentes específicos de la inflación efectiva. En todo caso, de verificarse el escenario más probable que se ha delineado en este *Informe*, que incluye una proyección de inflación promedio algo menor que 3%, pero la expectativa de que ésta se ubique marginalmente por encima del 3% a fines del horizonte de proyección, es previsible que en el futuro se reduzca parte del marcado impulso que mantiene la política monetaria. Como es sabido, en el esquema actual de política el foco principal del análisis del Banco Central es el comportamiento de la inflación en un horizonte de 24 meses. El paso del tiempo, sin embargo, hace que el horizonte de proyección se adentre en un futuro que no estaba plenamente considerado en los ejercicios de evaluación previos, y donde lo más probable es que la actividad se

acerque a la plena utilización de los recursos productivos. Esto naturalmente hace que, en ausencia de *shocks*, la política monetaria tienda paulatinamente a normalizarse, moviéndose hacia un manejo más neutral. Esta evaluación es coherente con la actual estructura de tasas de interés de mercado. Con todo, y como es habitual, el Banco Central continuará usando sus políticas con flexibilidad, de manera de confrontar movimientos persistentes en la inflación proyectada que la alejen de la meta de 3% en una u otra dirección. En este sentido, escenarios diferentes al escenario central, que solo se develarán con el transcurso del tiempo, tienen asociadas distintas evoluciones para la política monetaria.

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 participantes destaca que la coyuntura actual se caracteriza por un crecimiento de la demanda y de la actividad fundado en componentes más permanentes, correspondientes a aumentos en el empleo y en el ingreso de los hogares. Se manifiesta que estos elementos inducen a conductas más permanentes en las personas y llevan a tener una mayor confianza en el proceso de recuperación de la actividad que incluye una visión más positiva para el mediano plazo, lo cual se ha reflejado también en la evolución de los indicadores bursátiles durante el presente año. Además, las expectativas de crecimiento reportadas por la encuesta mensual del Banco Central indican por cuarto mes consecutivo expectativas de crecimiento de mediano plazo al alza.
- Se señala que en el tema inflacionario ha existido algún grado de intranquilidad en el mercado, por lo cual se considera que es muy importante que el Banco Central ayude a mantener la confianza aislando del análisis las observaciones puntuales de corto plazo.
- Respecto de este tema se manifiesta que las proyecciones actuales incluyen la sorpresa inflacionaria del mes de abril la que considera un componente transitorio, por lo que su efecto en la inflación se revierte en cierta proporción. Se destaca que cuando se produce una sorpresa inflacionaria también se descomprimen márgenes, lo que alivia en algo la situación de las perspectivas de inflación.
- En todo caso, se destaca que es interesante hacer notar que las expectativas de inflación a 12 y 24 meses que mide la encuesta del Banco Central han permanecido estables en 3%, pero que las expectativas a un plazo más corto se han movido al alza en los meses recientes. Por lo tanto, lo que en realidad se discute es la evolución de corto plazo de la UF, no de presiones inflacionarias a mediano plazo.
- En términos de actividad, uno de los asistentes manifiesta que es efectivo que en la parte interna hay una mayor solidez, especialmente en el mercado laboral, por la creación de empleo y la baja fuerte en la tasa de desempleo corregida por estacionalidad, todo lo cual hace que los agentes tengan más confianza, lo que se refleja, además, en aumentos de los créditos de consumo.
- Donde se observan frentes de incertidumbre es en la parte externa, principalmente con respecto a la actividad de las principales economías del mundo: Europa está estancada y la gran duda es si Estados Unidos se va a recuperar en el tercer o cuarto trimestre, a lo que se suma la preocupación de la Reserva Federal por una posible deflación. Por otro lado, Asia tiene sus propios problemas más allá de la enfermedad respiratoria atípica; se tiene a Japón que no se reactiva y existen problemas en Corea. Como contrapunto, se señala que las economías de Brasil y Argentina se ven como muy favorables. Por ello, se considera que debe mirarse el futuro con un moderado optimismo, en orden a que las cosas han ido mejorando internamente pero la economía externa se ha deteriorado en el margen.

OPCIONES

1. En la reunión de política monetaria de abril, el Consejo decidió mantener la tasa de política monetaria (TPM) inalterada en 2,75%. Se evaluó y concluyó que el escenario más probable para la inflación era similar al descrito en el Informe de Política Monetaria de enero, con cambios relevantes sólo en el perfil trimestral de la inflación, producto de las variaciones que han sufrido el precio del petróleo y el tipo de cambio. Aunque se observó que en el escenario más probable habría que aumentar la tasa de política monetaria en los próximos trimestres, era aún prematuro iniciar ese proceso.
2. Las noticias más relevantes desde la reunión anterior son las siguientes:
 - Las cifras de inflación de abril fueron mayores que las esperadas hace un mes. De hecho, la inflación IPCX1 estuvo aproximadamente tres décimas por encima de lo previsto.
 - Se ha acentuado la reducción del precio del petróleo y del tipo de cambio desde sus máximos observados a comienzos de marzo pasado.
 - Mientras las economías de los países desarrollados, en particular la de Estados Unidos han mostrado señales negativas respecto de lo esperado, la situación financiera regional continúa fortaleciéndose.
 - En el sector real de la economía interna se han acumulado varios indicadores que muestran que la trayectoria de gradual aceleración prevista para el crecimiento se va afianzando. Esto es especialmente valioso si se considera que las economías del mundo desarrollado pasan por momentos menos dinámicos. Los indicadores, en todo caso, tampoco apuntan a que la fortaleza de la economía vaya más allá de la aceleración coherente con el rango de crecimiento de 3%-4% durante este año.
3. Las proyecciones de inflación preparadas para el Informe de Política Monetaria muestran que, en el escenario central, la inflación converge a cifras algo por sobre 3% a fines del horizonte de proyección. En todo caso, en el corto plazo se esperan fuertes vaivenes en el IPC, panorama que se replica en menor medida en el caso del IPCX. Específicamente, se proyecta que la inflación estará cerca de 2% en doce meses y 3,2% en veinticuatro meses. En promedio, la inflación llegará a 2,5% en los próximos doce meses y a 2,8% en los siguientes doce. El IPCX tendrá movimientos menos pronunciados, llegando a 3,3% el primer trimestre de 2005 y promediando 2,8% en los próximos veinticuatro meses. En este escenario se proyecta un cierre parcial de las brechas de capacidad. Cabe mencionar también que se ha considerado que los riesgos están balanceados, tanto para el crecimiento como para la inflación.
4. De acuerdo con los antecedentes acumulados, y al igual que en la reunión del mes pasado, las opciones de política que aparecen como más plausibles son *mantener* la tasa en su nivel actual o *aumentarla*, posiblemente en 25 puntos base. El principal argumento para descartar un recorte de la tasa de política monetaria como una opción adecuada es que, dado el impulso actual que tiene la política monetaria y el escenario central de proyección, se considera altamente improbable que la inflación se desvíe por debajo de 3% de manera persistente.
5. En principio, las proyecciones de inflación preparadas para el *Informe* justifican *mantener* la tasa de política monetaria. Si bien a fines del horizonte de proyección la inflación se ubicaría marginalmente por encima de 3%, la inflación promedio de los próximos ocho trimestres está algo por debajo de 3%.
6. Sin embargo, también se puede argumentar a favor de una moderada alza en la tasa de interés, que reduzca el marcado impulso monetario actual. Esto, especialmente si se da mayor ponderación a escenarios algo diferentes al escenario base, por ejemplo, por una

evaluación de que la sorpresa inflacionaria de abril tiene componentes más bien permanentes, o que los antecedentes sobre el sector real son concluyentes respecto del futuro cierre progresivo de holguras, o incluso, que este proceso puede en realidad resultar algo más acelerado que lo anticipado. En todos estos casos es más o menos evidente que el impulso monetario deberá reducirse en los próximos trimestres. Iniciar oportunamente esta normalización de la política monetaria podría evitar desviaciones persistentes de la inflación de la meta de 3% o la necesidad de ajustes de política posteriores más enérgicos. Esto toma mayor relevancia cuando se considera que el impulso de la política monetaria es especialmente contundente.

7. Cabe recordar que, de acuerdo con estimaciones previas, un aumento de 25 puntos base por dos años reduce el crecimiento promedio de los próximos dos años en aproximadamente 0,2%, la inflación promedio en menos de 0,1% y la inflación a fines del horizonte de proyección entre 0,1%-0,2%. Por lo tanto, en el escenario base considerado, un aumento de 25 puntos base dejaría la proyección de inflación a dos años cerca de 3% y la inflación promedio por debajo de ese valor.
8. También existen fundamentos para esperar antes de aumentar las tasas de interés. Por un lado, existen focos de incertidumbre relevantes respecto de la economía global, en particular de Estados Unidos, que podrían influir sobre las perspectivas de crecimiento en los próximos trimestres, y de ahí afectar las perspectivas de inflación. Si bien los antecedentes que se han acumulado sobre el desempeño de la economía interna son mayoritariamente positivos —ya no mixtos como se calificaban hasta la última reunión—, lo que valida el crecimiento esperado para este año, aún no hay certeza de que el crecimiento económico continúe acelerándose y provoque el esperado cierre de brechas. Existen, asimismo, varios factores de riesgo para la inflación —incluyendo el tamaño efectivo de las brechas, la persistencia de la contracción de márgenes, eventuales cambios en la inflación importada y el tipo de cambio, etc.— que pueden justificar esperar a tener más antecedentes antes de decidir un cambio. Por otro lado, el que exista un importante *shock* de oferta favorable —derivado de la evolución tanto del precio del petróleo como del tipo de cambio— permite ganar tiempo para evaluar la marcha de la economía, ya que ayudaría a mitigar los riesgos de un desanclaje de las expectativas.
9. Finalmente, respecto de consideraciones relativas a la táctica de política monetaria, cabe mencionar que el mercado mayoritariamente no espera una modificación de la tasa de interés en esta ocasión. Sin embargo, también es relevante señalar que hay opiniones bastante generalizadas en cuanto a que en un horizonte de un semestre se daría inicio a un ciclo de alzas de tasas. Este panorama, además, es coherente con el escenario base del Informe de Política Monetaria. Adelantar el inicio de este ciclo a esta ocasión podría ser pertinente en la medida que sirva para afianzar expectativas de inflación a todos los plazos en torno a 3%, evitando costos en la forma de pérdida de credibilidad por eventuales sorpresas inflacionarias negativas en la inflación subyacente en meses siguientes.

A continuación, los participantes de la reunión analizaron las opciones de política monetaria presentadas por la División de Estudios.

- Respecto del análisis presentado, uno de los asistentes coincide con que la inflación más dura, la del IPCX1, tenderá a acelerarse conforme la economía crezca debido a la descompresión de los márgenes de comercialización y al aumento de los costos laborales unitarios. La duda se presenta en la fase precisa en que dicha presión inflacionaria se verificaría, pues existe todavía un alto componente de incertidumbre, por cuanto, no se conoce cuál es el punto de inflexión donde comenzarán a cerrarse las brechas de capacidad instalada y nivel de desempleo, así como tampoco cuál será el crecimiento efectivo y potencial en el año 2004.
- En relación con la reciente aceleración de la inflación subyacente, se considera que esta evolución se encuentra influenciada por el alza que mostró el tipo de cambio durante los

primeros meses de este año. Por ello, se argumenta que si el peso se encontrara sobredepreciado en la actualidad, su trayectoria futura sería hacia la apreciación, con lo que las presiones al alza sobre la inflación asociadas a la aceleración del crecimiento, serían al menos mitigadas y eventualmente anuladas por la caída futura del tipo de cambio.

- Otro participante argumenta que en esta oportunidad no se ven razones suficientemente fuertes como para justificar un aumento de la tasa de política, pues no existe la convicción de que los elementos que han aparecido en el último tiempo sean suficientemente firmes como para pronosticar una aceleración importante en la economía. Además, la inflación esperada en los próximos meses es de IPC con variaciones negativas, lo cual ayudará a evitar cualquier desanclaje de expectativas, al menos, en el corto plazo. También el precio del petróleo y el tipo de cambio nominal han bajado más de lo que estaba contemplado en los supuestos previos, lo que sumado a lo que se puede prever respecto a un aumento en el flujo de capitales externos hacia el país, lleva a que el tipo de cambio promedio para el año debiera ser más bajo de lo que se considera en el modelo.
- A lo anterior se acota que, si bien las proyecciones de actividad no difieren de manera importante de la visión que existía en el *Informe* de enero, el simple hecho de que el paso del tiempo lleva a mover el horizonte de proyección hacia un momento en el cual la inflación estará subiendo como resultado del dinamismo productivo, hace que tal situación constituya la principal razón que, unida a proyecciones del PIB para 2003 y 2004 similares, fundamente una recomendación de subir la tasa de política monetaria. Sin embargo, aún existen grados de incertidumbre que sugerirían esperar hasta que el mejor escenario de actividad y mayor inflación esperada en el horizonte relevante se consoliden.
- A este respecto, se cree que es necesario reafirmar el argumento referido a que un aumento de la tasa de política monetaria no solo correspondería a una menor expansividad de esa política, sino que a un cambio de signo del impulso monetario, el cual es deseable que sea persistente. Si bien las decisiones deben considerar ciertos riesgos frente a escenarios de alta incertidumbre, existe una consideración adicional sobre la posibilidad de un aumento de la tasa, por lo que se cree que hay que actuar con cautela y esperar señales adicionales que validen esta opción. Sin perjuicio de lo anterior, se estima que, si bien la consecución del objetivo inflacionario no debiera responder a noticias de corto plazo, la oportunidad de las decisiones es relevante.
- Se considera también importante no esperar a que se observen señales de presiones inflacionarias para actuar en política monetaria, porque podría ser demasiado tarde. Se estima, no obstante, que aún no existen señales concretas de un aumento significativo de la inflación en el horizonte de 24 meses. Por lo anterior se considera que la opción de esperar sigue teniendo valor como lo tuvo en la reunión del mes pasado.
- Se indica que, tanto en el corto como en el mediano plazo la inflación total y la subyacente se encuentran en línea con la meta establecida. En el último tiempo se han observado cifras alentadoras en el mercado laboral, en las ventas de supermercados y en los créditos de consumo, apreciándose mayores expectativas para los países vecinos, pero persiste la incertidumbre respecto al crecimiento de Estados Unidos, Japón y Europa.
- Finalmente, se destaca la necesidad de mantener el activo más importante que tiene el Banco Central, cual es que las expectativas de inflación estén ancladas en torno al 3%, lo que ha permitido sacar del debate la mayor incertidumbre que había antes con respecto a la inflación. Ello permitió también hacer política monetaria expansiva en un momento difícil del ciclo. Se estima que el *Informe* presentado muestra claramente que la política monetaria, en la actualidad, es muy expansiva y la pregunta que se formula es en qué momento iniciar el proceso de quitar estímulo antes que se empiece a ver una aceleración importante de la inflación. Se manifiesta que la proyección de inflación hacia el final del horizonte está basada, especialmente, en que disminuyen las brechas, que los salarios empiezan a ajustarse por la presión en el mercado laboral, que los márgenes del comercio

comiencen a volver a niveles más normales y que la inflación importada aumente por la gran depreciación del dólar en los mercados internacionales.

- El escenario externo ha mejorado con respecto a enero, pero también se ha deteriorado en el corto plazo porque ahora la duda real es con respecto a que, habiendo terminado la guerra y bajado el precio del barril de petróleo, la economía de Estados Unidos muestra señales extremadamente débiles. Por consiguiente, se estima que hay un riesgo hacia adelante de que la economía mundial pierda fuerza. Los mercados hoy día anticipan, como una fuerte probabilidad, que se aproxima una baja de tasa de interés en Estados Unidos, después de la información de ayer de la Reserva Federal.

ACUERDO

El Consejo, por la unanimidad de sus miembros, acuerda mantener la tasa de interés de política monetaria en 2,75% anual. Los tramos de la línea de crédito de liquidez también permanecen inalterados.