



ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION DE POLITICA MONETARIA N° 75
Celebrada el 10 de marzo de 2005

En Santiago de Chile, a 10 de marzo de 2005, siendo las 11,30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Vittorio Corbo Lioi y con la asistencia del Vicepresidente don José De Gregorio Rebeco y de los Consejeros doña María Elena Ovalle Molina, don Jorge Desormeaux Jiménez y don Manuel Marfán Lewis.

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

Asisten también:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;
Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldívar;
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;
Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera Barriga;
Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic Marinovic;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva;
Gerente de Información e Investigación Estadística, don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Comunicaciones, don Eduardo Arriagada Cardini; y
Secretario General, don Jorge Court Larenas.

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

I. Fecha Sesión de Política Monetaria del mes de septiembre de 2005.

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de septiembre de 2005, para el día 8 de ese mes.

II. Exposición.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García, en relación con el análisis de los desarrollos económicos y financieros recientes, señala lo siguiente:

Durante el primer trimestre de este año se ha continuado desarrollando un escenario macroeconómico interno, a grandes rasgos coherente con el presentado en el Informe de Política Monetaria. Por un lado, la actividad económica y el empleo mantienen un ritmo de crecimiento sobre la tendencia, sin presentar una aceleración adicional como la observada en el segundo semestre del año pasado y los indicadores de confianza se mantienen positivos. La persistencia de la fuerte expansión de la formación bruta de capital en maquinaria y equipos es probablemente lo más sorpresivo de la coyuntura nacional. Por otro lado, la inflación subyacente y los salarios nominales siguen aumentando a un ritmo gradual, muy similar al previsto en el Informe de Política Monetaria de enero. La volatilidad en el ámbito de los precios se ha vinculado más bien a los movimientos de tarifas reguladas, con efectos de una sola vez o parcialmente transitorios sobre el nivel de precios.



Señala el señor Gerente, que aunque el escenario externo que enfrenta la economía chilena sigue siendo favorable, se aprecian ciertas tensiones en el curso que han tomado las distintas variables. El crecimiento económico en Estados Unidos de América se mantiene robusto, mientras que en Europa, y algo menos marcado en Japón, se ven señales de debilidad relativamente pronunciadas. El precio del cobre y el precio del petróleo han continuado aumentando, alcanzando valores significativamente superiores a los previstos, y que motivan una revisión hacia arriba del orden de 10% en toda la trayectoria esperada de estos precios hasta fines del 2006. Las expectativas de mercado respecto del ritmo de normalización en el corto plazo de la política monetaria en las principales zonas económicas han sufrido cambios menores, aunque las tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos de América han aumentado.

La paridad del dólar norteamericano frente a las principales monedas ha revertido una parte importante de la apreciación que mostró entre enero y mediados de febrero, motivada por expectativas menos complacientes sobre la persistencia del déficit en cuenta corriente. La paridad del peso con respecto del dólar ha continuado fluctuando sin una tendencia definida y sin que sea evidente atribuir estos movimientos a los cambios de paridades entre las principales monedas, tasas de interés o determinantes del tipo de cambio real de largo plazo. La desaceleración de los agregados monetarios y el incremento de las tasas de interés de consumo, entre otros antecedentes, siguen indicando que las condiciones financieras en Chile son ahora menos estimulantes que a mediados del año pasado. No obstante, el crédito a personas y empresas no muestra una desaceleración significativa, y las tasas reajustables de mediano y largo plazo han continuado cayendo. Algunos observadores han vinculado esto último a cambios en la oferta y demanda relativa por estos papeles.

El ritmo de expansión de la actividad económica en Chile se ubica en torno a 6%, lo que indica una leve desaceleración, dentro de los rangos esperados, con relación al segundo semestre del año pasado. La actividad industrial mostró una desaceleración en enero, pero no hay antecedentes para pensar que ello sea un fenómeno generalizado. Los diversos indicadores del mercado inmobiliario muestran un menor ritmo de actividad, mientras la minería presenta vaivenes propios de la volatilidad habitual de este sector. Por el lado de la demanda, lo más notorio es el boyante comportamiento de la formación bruta de capital en maquinaria, que no ha dado visos de temperarse, y que tendría que ralentizarse de forma bastante brusca para que se materializara el escenario del Informe de Política Monetaria para este año.

Agrega, que en el mercado laboral, en tanto, se siguen observando señales positivas, aunque con un incremento de la ocupación y de la fuerza de trabajo menos destacado que en el segundo semestre del 2004. El empleo asalariado sigue aumentando, las vacantes muestran más claramente un rebote después de su caída reciente, y la tasa de desocupación desestacionalizada sigue con una tendencia a la baja. De todos modos, el fuerte repunte que ha mostrado la participación sigue aportando la principal cuota de incertidumbre respecto de la evolución de este mercado en el corto plazo. Por otro lado, se aprecia el efecto del recorte de la jornada laboral en la distribución de horas trabajadas en la fuerza de trabajo.

La capacidad de la oferta agregada de acomodar los incrementos de la demanda sin generar presiones inflacionarias excesivas se ha seguido manifestando. El crecimiento de las remuneraciones nominales y la inflación subyacente siguen mostrando un suave incremento, dentro de los rangos coherentes con las proyecciones de corto plazo del Informe de Política Monetaria de enero. Los vaivenes en las tarifas de servicios públicos que han ocurrido y que podrían seguir ocurriendo en los próximos meses seguramente aportarán la mayor cuota de volatilidad a la inflación mensual.



Hacia el mediano plazo, la compensación inflacionaria implícita en los precios de activos financieros muestran un aumento en las expectativas de inflación, pero dentro de cifras coherentes con el centro del rango meta. Con relación a la política monetaria, se detecta un desplazamiento del orden de 25 puntos base en la trayectoria de la tasa de política monetaria implícita en la curva forward, con un movimiento similar en la expectativa de la tasa de política monetaria en la encuesta mensual para dentro de veinticuatro meses.

El señor Gerente destaca en su exposición que la economía chilena continúa enfrentado un escenario externo favorable. El precio del cobre alcanzó niveles sobre US\$ 1,50 por libra implicando términos de intercambio más favorables, que, no obstante, se vieron atenuados parcialmente por el alza del petróleo. Las condiciones financieras externas continúan favorables, no obstante el aumento las tasas de interés internacionales que fue contrapesado solo en parte por una reducción de los *spreads*.

Las proyecciones de crecimiento para este año y el próximo no muestran revisiones significativas. No obstante, por regiones hay leves ajustes, básicamente por datos efectivos del último trimestre del 2004. La proyección de crecimiento ponderado por socios comerciales aumenta en una décima respecto del mes anterior: 3,6% para este año y el siguiente, por expectativas más favorables para Estados Unidos de América, Asia Emergente y América Latina, y algo más débiles para Europa y Japón.

En Estados Unidos de América, los indicadores más recientes sustentan las correcciones al alza en las proyecciones de crecimiento para el año. Destaca la revisión al alza del PIB del cuarto trimestre del 2004 (3,8% t/t anualizado), indicadores que dan cuenta de la fortaleza del consumo y la inversión, y la recuperación del mercado laboral. En contraste, el panorama en la zona euro se ha debilitado. El crecimiento de 0,8% t/t anualizado en el cuarto trimestre del 2004 decepcionó, particularmente afectado por los pobres desempeños de Alemania e Italia. Este escenario se asocia a una apreciación de la moneda y una demanda interna que se mantiene débil, lo que se ha reflejado en un deterioro de los indicadores de confianza de consumidores y empresarios. En Japón las proyecciones de crecimiento se revisaron a la baja, debido a la fragilidad del consumo privado y a un sector externo menos dinámico. Sin embargo, la confianza empresarial se mantiene positiva, acompañada por una mayor fortaleza del sector corporativo y cifras recientes de producción industrial y ventas minoristas favorables.

Señala que el precio del petróleo mostró un incremento significativo hacia el cierre de febrero, situándose en torno a US\$ 50 el barril, luego de mantenerse estable en torno a US\$ 45 en las semanas previas. Ello se debió a condiciones climáticas adversas en países desarrollados, en un contexto en donde las existencias de petróleo de calefacción muestran niveles ajustados. A ello se suman revisiones al alza en las estimaciones de demanda para los próximos años, un recrudecimiento de la situación de Medio Oriente y problemas de distribución en países no OPEP (Rusia). De esta forma, se revisan al alza las proyecciones del precio para el 2005 y el 2006: US\$ 43 y US\$ 38 el barril, respectivamente.

El precio del cobre aumentó de modo significativo hacia fines de febrero, con cotizaciones por sobre US\$ 1,50 la libra. Este aumento se sustenta en la fortaleza de indicadores de actividad de las principales economías consumidoras, en particular en los sectores industrial y construcción, actividad que no se ha reflejado en anuncios de incrementos de producción. Se estima que los inventarios, tanto privados como en bolsa, continuarán reduciéndose, en un contexto donde el déficit de oferta estimado para el 2005 es de 200 mil toneladas métricas. De esta forma, se revisan al alza las proyecciones para el 2005 y el 2006: US\$ 1,32 y US\$ 1,14 por libra, respectivamente.



En línea con los indicadores de actividad e inflación publicados en las últimas semanas, los mercados financieros desarrollados han presentado un repunte en las tasas de interés de largo plazo. Así, el rendimiento del bono a diez años en Estados Unidos de América alcanzó a 4,40% a inicios de marzo. El rendimiento del bono a diez años en euros también aumentó (3,75%), siguiendo el comportamiento de las tasas en dólares. Por otro lado, el dólar muestra alguna depreciación, revirtiendo parte del fortalecimiento exhibido en enero pasado. Ello puede asociarse en parte al nerviosismo que generaron anuncios de bancos centrales de Asia, sobre su interés en invertir en monedas distintas del dólar en el mediano plazo, que refleja su persistente preocupación respecto del déficit en cuenta corriente de Estados Unidos de América.

En cuanto a la política monetaria, la Reserva Federal mantiene su política de aumentos graduales en la tasa de fondos federales. Así, el mercado espera incrementos de 25 puntos base en cada una de las próximas dos reuniones (marzo y mayo). Hacia la segunda mitad del año, el mercado ha incorporado una mayor rapidez en el proceso de normalización de tasas de interés, como respuesta al dinamismo exhibido por la actividad y algunos temores de mayores presiones inflacionarias. Estos anuncios apuntan a un compromiso más fuerte por parte de la Reserva Federal con una inflación baja, sugieren que la autoridad monetaria tendría menos espacio para postergar incrementos de tasas de interés. En la zona euro, en tanto, la debilidad de la actividad y una inflación en torno al objetivo, indican que el proceso de normalización de tasas de interés no se iniciaría antes del cuarto trimestre del 2005.

En los mercados emergentes, las condiciones de financiamiento se mantienen positivas. Pese al reciente aumento de las tasas de interés de largo plazo, se ha mantenido una tendencia a la baja en los premios soberanos. Ésta se ha reflejado en flujos asociados a inversión de cartera en estos mercados que se muestran favorables, junto con mejores perspectivas y clasificaciones de riesgo de estas economías. En línea con ello, la disposición de los agentes por invertir en estos mercados se ha mantenido positiva. Por otra parte, Argentina ha finalizado exitosamente el canje de deuda en mora, cuya aceptación superaría el 70%, constituyéndose en un importante paso en el proceso de normalización y ajuste de esta economía.

Las tasas de interés de los documentos reajustables del Banco Central de Chile (BCU) han continuado disminuyendo desde la reunión de febrero, hasta 2,1% y 2,7% a cinco y diez años, respectivamente. La trayectoria de estas tasas de interés se ha atribuido a la reducción del stock de instrumentos públicos de renta fija en UF y a las mayores expectativas de inflación.

Las tasas de interés de los bonos nominales (BCP) de mediano plazo (dos y cinco años) aumentaron: 4,4% y 5,1%, respectivamente, mientras que a diez años se han mantenido en 5,9%. Las tasas de interés de los PDBC, permanecieron por sobre la tasa de política monetaria (± 25 puntos base) incorporando la normalización esperada de la política monetaria.

Al igual que las tasas de interés de los documentos nominales, las expectativas de inflación han aumentado. La compensación inflacionaria implícita en los bonos nominales se ubica ± 30 puntos base por sobre los niveles prevalecientes la reunión anterior, situándose entre 2,5% y 3,1%. Las expectativas obtenidas de las encuestas a las mesas de dinero anticipan inflaciones de 2,5% y 2,7% a uno y dos años plazo, respectivamente (± 10 puntos base respecto de la anterior reunión). La encuesta de expectativas de marzo indica que a un año plazo la inflación esperada aumenta a 2,7% (+0,1pp) y a dos años se mantiene en 3%.



Las expectativas sobre la tasa de política monetaria, que se deducen de la curva *forward*, tuvieron un reordenamiento tras el alza de la tasa de política monetaria en febrero. De este modo, se estima que en el corto plazo la velocidad de incremento de la tasa de política monetaria será superior a la prevista, aumento que se compensa con un incremento más lento en el mediano plazo. Así, el mercado espera un aumento de la tasa de política monetaria de 60 puntos base a mayo, con un total de 100 puntos base en los próximos seis meses y de otros 70 puntos base en los seis meses siguientes. Comparada con las expectativas vigentes para la reunión de febrero, la trayectoria de la curva actual da cuenta de un incremento mayor a diciembre de este año (4,0% en febrero comparado con 4,2% en marzo) y a diciembre del 2006 (5,1% en febrero comparado con 5,3% en marzo). La encuesta de expectativas de marzo considera un aumento algo menor para la tasa de política monetaria. Para la reunión de marzo no se anticipa cambio en la tasa de política monetaria, mientras que a dos meses plazo se espera un aumento de 25 puntos base, llegando a 3,75% para fines de año.

En febrero, los agregados monetarios mostraron estabilidad en sus tasas de crecimiento anual: 23% para el M1A, 22% para el M2A y 10% para el M7. Por componentes se observó una compensación entre el aumento del incremento anual de los depósitos a plazo (22%) y la caída de las letras de crédito hipotecario (-8%) y de los documentos del Banco Central de Chile (-12%). Esto fue reflejo de la cartera de inversiones de las AFP, que además aumentaron sus inversiones en activos del exterior. A febrero, los agregados menos amplios presentan un leve rebote de su velocidad.

De acuerdo con lo indicado por el señor Gerente, los datos provisorios de febrero indican que la deuda bancaria creció, por segundo mes consecutivo, en torno a 15% anual. Los créditos a personas mantienen tasas de crecimiento anual del orden de 22%, con lo que su velocidad se incrementa respecto de enero. Los resultados de la encuesta de crédito bancario del Banco Central de Chile de febrero señalan, por el lado de la oferta que enfrentaron los hogares, un escenario en que las condiciones de crédito fueron menos restrictivas respecto del trimestre anterior —por la competencia bancaria más agresiva en este mercado—. Por el lado de la demanda, se apreció un fortalecimiento debido al interés de las personas por seguir sustituyendo el financiamiento con otras fuentes, junto con mejores condiciones de ingreso de los tomadores de crédito. La tasa de interés promedio ponderada de los créditos de consumo se situó en 26,8% en febrero, 140 puntos base más que en enero. Las tasas de interés de las letras de crédito hipotecario en UF presentaron evoluciones mixtas dependiendo de la tasa de emisión. Aquéllas con duración de 5 a 6 años, clasificación AA y tasa nominal entre 4% y 5%, promediaron 3,7% en febrero, cifra inferior a la de los meses previos, mientras las con tasa nominal entre 5% y 6% al promediar 4,5% confirman una trayectoria creciente.

La tasa de crecimiento anual de la deuda bancaria de las empresas habría alcanzado a 12% en febrero, con una aceleración respecto de los meses previos, la que obedeció al incremento de los créditos de comercio exterior. La tasa de interés promedio ponderada de los créditos comerciales fue 8,8% en febrero, 60 puntos base por sobre el nivel del mes anterior. Las tasas *prime* para estas operaciones se han movido conforme a los aumentos de la tasa de política monetaria, aunque con algún rezago. De acuerdo con la encuesta del Banco Central de Chile, sobre el crédito bancario la oferta de crédito destinado a las empresas continuaría expandiéndose. Ello se refleja en un mayor tamaño de las líneas de crédito y en la extensión de los plazos de los créditos otorgados. También existe una percepción de mayor dinamismo en la demanda de las empresas por créditos, la que es atribuida a mayores necesidades de capital de trabajo y al desarrollo de nuevos proyectos inmobiliarios.



Desde la última reunión, el IPSA registró importantes incrementos, alcanzando niveles superiores a 1.900. Ello significa que desde ese momento a la fecha, el IPSA aumentó 5,7% medido en pesos y 3,3% en dólares. La evolución de la bolsa local se vinculó a la entrega de los resultados del cuarto trimestre del 2004 por parte de las empresas que reportan FECU y al buen desempeño de las acciones del sector eléctrico y *commodities*.

Coherentemente con la estacionalidad propia de las transacciones en los meses de verano, los volúmenes transados durante febrero alcanzaron a \$ 24.800 millones diarios en promedio, monto inferior en 40% al de enero. No obstante, comparados con igual mes del año pasado, se observa un aumento de 17%.

Las bolsas de Estados Unidos de América se vieron afectadas negativamente, luego de que el presidente de la Reserva Federal insinuara que las alzas de las tasas de interés podrían ser mayores que las esperadas. No obstante, en los últimos días, conforme con los buenos indicadores económicos dados a conocer, lograron revertir los malos resultados, creciendo 1,3% el *Nasdaq* y 1,7% el *Dow Jones*, desde la reunión de febrero a la fecha.

En cuanto al tipo de cambio, el señor Gerente señala que desde comienzos de año, se ha caracterizado por no tener una tendencia definida, lo que no se puede vincular a la evolución del diferencial de tasas de interés ni a los determinantes del tipo de cambio real de largo plazo. Así, desde la última reunión a la fecha el peso presentó movimientos mixtos, cotizándose actualmente algo por sobre \$ 585 por dólar. La evolución estuvo marcada por una apreciación durante gran parte del período, que fue más que compensada en los primeros días de marzo. Con ello la variación del peso respecto del dólar fue de 1,4%.

Agrega que el movimiento del peso se vio influenciado, en lo más reciente, por el fortalecimiento del dólar en los mercados internacionales y la depreciación de las monedas latinoamericanas. Con todo, el peso presentó una ligera depreciación frente a una canasta de monedas: 2,1% y 2,6% para el TCM y el TCM-5. Si se extrae la zona dólar de la canasta, la variación alcanza a 2,5%.

En cuanto a las perspectivas para el tipo de cambio, los resultados de la encuesta de expectativas de marzo señalan que a un año plazo el peso se depreciaría del orden de 0,6% respecto de su nivel actual, valor que llega a 3,2% en dos años plazo.

El TCR de febrero se situó en torno a 99, lo que significa una variación nula respecto de enero. Por su parte, el TCR-5 disminuyó 0,4%. El valor del tipo de cambio real estimado para marzo se ubica en 101,3, valor ligeramente superior al de los últimos tres meses (± 99).

El diferencial entre tasas de interés nominales internas y externas disminuyó 16 puntos base, movimiento que solo fue coherente con la evolución más reciente del peso. Por su parte, el diferencial de tasas reales disminuyó 23 puntos base.

El señor Gerente indica que, de acuerdo con los antecedentes disponibles relativos a la actualización de cifras de Cuentas Nacionales, se estima que el incremento del PIB que los años 2003 y 2004 llegó a 3,7% y 6,1%, respectivamente.

Para el primer cuarto del 2005, se estima un crecimiento del gasto interno superior al del trimestre anterior, generado principalmente por un mayor consumo privado y acumulación de existencias, en particular, en la minería.



Para los volúmenes exportados en el primer trimestre del 2005 se espera una desaceleración respecto de los últimos trimestres, en especial por el menor dinamismo de los envíos mineros. Esto último, ligado a problemas administrativos en la contabilización de los envíos. Los quantum importados, en el agregado, mostrarían un crecimiento levemente inferior al del período anterior, explicado por las internaciones de bienes intermedios.

La masa salarial aumentó 2,4% en diciembre —incremento explicado por el dinamismo del empleo—, revirtiendo en parte la caída del trimestre anterior. En febrero, las expectativas de los consumidores se mantuvieron estables respecto del mes anterior (52,8 según el Índice de Percepción Económica de Adimark), manteniéndose por segundo mes consecutivo por sobre el rango considerado optimista.

Los indicadores parciales de consumo de febrero —en sus componentes durable y no durable— continúan con la tendencia de los últimos meses del 2004, con una menor aceleración respecto de meses previos, pero todavía con altos niveles de crecimiento para todos sus componentes.

En cuanto a las existencias, la información conocida de la encuesta de inventarios del Banco Central, con datos a diciembre, mostró una desacumulación en comercio que no fue compensada con la acumulación registrada en industria y minería. Para el primer trimestre del 2005, y a causa de la importante reducción del volumen minero exportado sin una contrapartida en menor producción, se espera una acumulación de inventarios, con la cual la relación de existencias a PIB aumentaría de 0,5 a 1,1%.

De acuerdo con el Indicador Mensual de Confianza Empresarial de febrero, todos los sectores económicos acumulan existencias por sobre lo deseado. En particular, el comercio alcanza un valor máximo, la industria aumenta levemente y la minería permanece estable. Lo anterior se da en un marco de expectativas optimistas en todos los sectores respecto de la situación general del negocio.

En febrero, las expectativas empresariales medidas por el Indicador Mensual de Confianza Empresarial mejoraron desde el mes anterior. Aún cuando entre sectores el comportamiento fue disímil —construcción y comercio disminuyeron—, todos se encuentran en niveles considerados optimistas (más de 50). El aumento del Indicador Mensual de Confianza Empresarial se asocia principalmente con la minería —por mejores perspectivas de precios y producción—, que luego de cuatro meses vuelve a retomar el liderazgo del índice.

Las proyecciones para la formación bruta de capital fijo del primer trimestre del 2005 se corrigieron al alza por el mayor aumento del componente de maquinarias y equipos —41% de la formación bruta de capital fijo—, lo que es coherente con las mayores internaciones de bienes de capital —95% de maquinaria y equipos— de los primeros meses del año. Por otro lado, continúa destacando el crecimiento del componente construcción y obras de ingeniería —51% de la formación bruta de capital fijo— respecto de trimestres anteriores.

En diciembre, el balance presupuestario acumulado en doce meses del Gobierno Central llegó a 2,5% del PIB, explicado por un menor crecimiento de los ingresos presupuestarios (18,4%), junto con un mayor incremento de los gastos presupuestarios respecto del mes anterior (3,6%). Señala que entre los ingresos siguen destacando los tributarios (11%) y cobre bruto (462%), que aportan 19,5 puntos porcentuales del crecimiento. La inversión pública aumentó levemente su crecimiento en relación con noviembre (7,9%), por el mayor crecimiento de las transferencias de capital.

Destaca un mayor incremento real de los gastos presupuestarios, aún cuando se dio cumplimiento al superávit estructural, producto de la baja inflación respecto de la presupuestada (1,1% efectiva *versus* 1,7% proyectada).



Por último, el balance global del Gobierno Central alcanzó un superávit de 2,2% del PIB en el 2004, compatible con la meta de superávit estructural de 1% del PIB y sustancialmente mayor a lo considerado en la Ley de Presupuestos para el año (0,1% del PIB). El superávit global alcanzado se explica por el mejor entorno internacional —reflejado en un alto precio del cobre y bajas tasas de interés internacionales— y las buenas condiciones internas, que generaron un importante incremento del ingreso del sector público, todo lo cual se mantuvo en un contexto de cumplimiento de la regla fiscal.

Para el cuarto trimestre del 2004, las exportaciones e importaciones cerraron sin cambios respecto de lo esperado (US\$ 8.700 y US\$ 7.110 millones, respectivamente).

Para el primer trimestre del 2005, el volumen exportado se ajusta a la baja para todos los sectores, destacando el menor crecimiento de los envíos de cobre, el cual no fue compensado por mayores precios. Las menores exportaciones de cobre se dan en un contexto de producción dinámica, pero con problemas de registro contable, el cual hace estimar que este efecto es puntual.

Para el primer cuarto del año, se mantienen las proyecciones del quantum importado a nivel agregado, ello por cuanto el mayor dinamismo esperado para las internaciones de bienes de capital compensa los menores incrementos de las internaciones de bienes intermedios y de consumo.

En febrero, las exportaciones e importaciones alcanzaron a US\$ 2.566 y US\$ 2.168 millones, lo que representa crecimientos anuales de 15,1% y 39,3% para las ventas y compras al exterior, respectivamente. En ambos casos, continúan destacando los altos valores alcanzados.

Para marzo, en tanto, se estima exportaciones e importaciones de US\$ 3.525 y US\$ 2.360 millones, reflejando variaciones anuales de 17% y 16%, respectivamente.

La cuenta corriente de la balanza de pagos cerró el 2004 con un saldo positivo de US\$ 1.390 millones, lo que representó 1,5% del PIB. Este resultado se explicó por un superávit de las cuentas de bienes y de transferencias —que alcanzó a US\$ 8.440 y US\$ 1.050 millones, respectivamente— y un déficit en la cuenta de renta — US\$ 8.100 millones—.

En enero del 2005 la cuenta de capital y financiera registró un egreso neto de US\$ 139 millones, y de -US\$ 404 millones si se excluyen los activos de reservas. Este resultado fue producto de flujos netos positivos de inversión directa (US\$ 376 millones), y de instrumentos financieros derivados (US\$ 83 millones) los que fueron superados por egresos netos de otra inversión (US\$ 603 millones), y de inversión de cartera (US\$ 260 millones). Destaca el nivel negativo de la cuenta Otra Inversión —la cual determinó el resultado de la cuenta financiera en el primer mes del año—, cuyo resultado se obtuvo por aumentos de activos y por disminución de pasivos. Señala el señor Gerente que en los activos tiene particular importancia el ítem moneda y depósito y en los pasivos los préstamos. En relación con la cuenta financiera por sectores, destaca el flujo negativo de los bancos (US\$ 877 millones) tanto en moneda y depósito y en menor medida en préstamos, contrarrestado en parte por flujos positivos de empresas y personas (US\$ 575 millones) por concepto de inversión directa y de otra inversión.

En enero, la tasa de crecimiento de la actividad llegó a 6,2%, en línea con el escenario base contenido en el Informe de Política Monetaria de enero. La menor tasa de expansión anual respecto de meses previos se explicó en parte por el menor crecimiento del sector industrial y por la estructura del calendario (0,4 punto porcentual).

102



La actividad industrial creció a tasas inferiores a las de meses previos, sin que existan antecedentes que indiquen que se trata de un fenómeno generalizado. En particular, el número de ramas industriales que anotan tasas de crecimiento anual por sobre 5% no sufrió cambios relevantes respecto de meses anteriores. Al mismo tiempo, el análisis de la distribución del crecimiento de las distintas ramas de la industria muestra que el número de ellas con caídas superiores a 10% es anormalmente alto, sin que se aprecie un cambio significativo en el resto de la distribución. Por lo demás, la irregularidad en las cifras de enero y febrero es mayor que la de otros meses del año, debido al efecto que tiene el período en que las empresas toman sus vacaciones.

Por sectores, la producción de las ramas asociadas al sector exportador creció 0,8% anual, resultado fuertemente influido por el desempeño de sectores específicos. Las ramas ligadas al consumo interno y la inversión tuvieron crecimientos anuales en torno a 6%.

En minería, el crecimiento anual de la producción de enero se redujo respecto de meses previos, aunque continuó a tasas por sobre la de la actividad agregada.

Para el primer trimestre de este año, se estima que la actividad agregada crecería en torno a 6% anual, cifra similar a la esperada en la reunión anterior. Cabe destacar que marzo del 2005 contabilizará un día hábil menos que igual mes del año anterior, lo que estaría mermando el crecimiento del primer trimestre en 0,2 punto porcentual. Los sectores de industria y minería tendrían tasas de expansión menores que las del trimestre anterior. Por una parte, la industria estaría comparándose con una base alta y, por otra, en la minería no se registrarán aumentos significativos de producción de cobre según se desprende de los programas de producción entregados por las empresas del sector. En tanto, el comercio continuaría con la tendencia creciente que muestra desde el trimestre anterior.

Según la información reportada por el Instituto Nacional de Estadísticas para el trimestre móvil finalizado en enero del 2005, el mercado laboral continuó dinámico. Destacan tanto la alta creación de empleos como el descenso generalizado de las medidas de desempleo, corregidas por estacionalidad.

El empleo nacional continuó con la tendencia creciente del último trimestre del 2004, alcanzando una tasa de crecimiento anual de 3,4%, equivalente a 194 mil puestos de trabajo en el trimestre móvil finalizado en enero, aunque con una menor velocidad de creación de empleos que en meses previos.

Por categoría ocupacional, se mantuvo la formalización de la ocupación de meses recientes, observándose un nuevo aumento en el empleo asalariado desestacionalizado. La mayoría de los puestos asalariados creados fueron en el sector de agricultura, caza y pesca, seguido por comercio y servicios sociales.

Por rama de actividad económica, el empleo ligado a la construcción, que si bien continúa creciendo a tasas altas en doce meses (9,1%), se mantuvo prácticamente inalterado en términos desestacionalizados respecto del trimestre móvil inmediatamente anterior. La ocupación industrial, por su parte, registró crecimiento nulo (-0,1%) en doce meses y un descenso respecto del trimestre móvil anterior, descontando efectos estacionales. El incremento de la ocupación total se ligó a los sectores de servicios.



La tasa de desempleo nacional se situó en 7,5% (0,1 punto porcentual mayor que la de igual trimestre del año pasado). Eliminados factores estacionales disminuyó a 8,6%. Cabe mencionar que esta dinámica descendente de la tasa de desempleo fue generalizada por género y composición etaria. La fuerza de trabajo, por su parte, creció nuevamente en torno a 3,6% anual respecto del período equivalente del 2004.

Las vacantes de trabajo para febrero, descontando estacionalidad, aumentaron por segundo mes consecutivo, con un crecimiento en doce meses de 2,7%.

La información del Instituto Nacional de Estadísticas sobre horas trabajadas, muestra que en el trimestre móvil finalizado en enero ya se aprecia un ajuste coherente con la aplicación de la ley de reducción de jornada. Para los trabajadores ocupados, la reducción de la proporción de personas en el tramo 46-50 horas, respecto del trimestre móvil finalizado en enero del 2004, fue de 14%, cifra que se incrementa a 19% si se considera solo a los trabajadores ocupados asalariados.

En cuanto a la inflación para el mes de febrero, el señor Gerente señaló que el IPC tuvo una variación mensual de -0,1%, cifra que fue de -0,3% para el IPCX y 0,2% para el IPCX1. Así, el incremento en doce meses del IPC llegó a 2,2%, mientras el del IPCX se situó en 1,7% y el de IPCX1 en 1,5%.

Explicó que la inflación del mes estuvo determinada de modo importante por el descenso de la tarifa eléctrica, que provocó una caída de 1,2% en el rubro vivienda. Este factor también fue el principal punto de diferencia respecto de la proyección incluida en el escenario base de la reunión anterior. Así, la variación del IPC y del IPCX resultó 0,3 y 0,2 punto porcentual menor, mientras la del IPCX1 —que no incluye tarifas— no tuvo diferencias con respecto a la proyectada. En el IPC también se sumaron diferencias en el rubro de transportes, debido a la evolución del precio del petróleo a lo largo del mes.

Descontados los efectos estacionales, el promedio móvil trimestral de la inflación anualizada disminuyó respecto de meses previos. En particular, en el caso del IPCX1, el valor de febrero se ubicó alrededor de 2%. En todo caso, estas cifras sufren cambios importantes ante la incorporación de nueva información, por lo que no se descarta que la agregación de datos modifique al alza este resultado.

Todas las medidas alternativas de inflación subyacente, esto es, el IPCX2 y las medias podadas de IPC, IPCX e IPCX1, continuaron con la gradual alza observada en meses anteriores.

En febrero se mantuvo el número de ítems que suben de precio, a la vez que los que se mantienen aumentaron en desmedro de los que bajan de precio.

El índice de precios al productor tuvo una variación anual de 15,2% (15,9% el mes anterior). Considerados los precios con correspondencia en el IPCX1, la variación anual aumentó a 2% (1,3% el mes anterior).

Los márgenes de comercialización presentaron comportamientos disímiles durante febrero, sin una tendencia evidente. Por una parte, los márgenes obtenidos de los productos con correspondencia en el IPCX1 y el índice de precios al productor aumentaron respecto del mes anterior. Esto con incrementos, aunque de distinta magnitud, de sus componentes. Por otra parte, los márgenes de los bienes durables obtenidos del IPCX1 y del Índice de Precios al por Mayor tuvieron un descenso en febrero.



En enero, la tasa de crecimiento anual del costo de la mano de obra total aumentó a 3,5%, mientras que, excluyendo minería y electricidad, gas y agua (costo de la mano de obra excluyendo minería y electricidad, gas y agua), la tasa de variación subió a 3,0% anual (2,6% el mes anterior).

En cuanto a los costos laborales unitarios, su tasa de crecimiento anual también aumentó, aunque se mantuvo en valores negativos. Por su parte, la tasa de variación anual del costo laboral unitario asalariado, sin electricidad, gas y agua ni minería creció respecto del mes anterior, ubicándose en 0,3%.

Respecto de la reunión de febrero, y en línea con los acontecimientos recientes, se modifica al alza el supuesto del tipo de cambio. En el caso del petróleo *Brent*, el cambio es de mayor magnitud, con precios para marzo que pasan desde un promedio de US\$ 40, la reunión anterior, a uno cercano a US\$ 49, en esta oportunidad. Para el segundo trimestre, el supuesto también se corrige al alza: desde US\$ 40 a US\$ 44, en promedio. Se debe notar que este último valor considera una caída importante del precio del crudo en el corto plazo. Se estima que, de no cumplirse y mantenerse en valores en torno a los US\$ 47 el barril, ello podría implicar una inflación del IPC para mediados de año del orden de 0,3 punto porcentual mayor que la incorporada en el escenario base actual.

En cuanto a tarifas, dado el comportamiento del precio del diesel y del tipo de cambio, se espera un incremento de \$ 20 en la tarifa de la locomoción colectiva en abril, que se revertiría entre el segundo y el tercer trimestre. Respecto de las tarifas eléctricas, se continúa suponiendo que el descenso de los precios de distribución afectará negativamente las cifras de inflación en marzo y positivamente en abril.

En línea con la metodología adoptada desde diciembre, como base para las proyecciones del IPCX1 se utiliza un promedio entre las proyecciones precio a precio y los resultados a partir de un vector autoregresivo. Así, en marzo el IPCX1 tendría una variación mensual de 0,8% (1,8% anual) influido significativamente por el incremento estacional de los servicios educacionales. A su vez, el IPCX y el IPC tendrían variaciones mensuales de 0,4% y 0,6%, respectivamente (1,8% y 2,4% anual, en orden correlativo).

Las proyecciones para el IPCX1 no varían sustancialmente respecto de las incluidas en el escenario base del Informe de Política Monetaria, esperándose una inflación anual del IPCX1 de 2,0% para junio. A su vez, para mediados de año la inflación anual del IPC se ubicaría en 1,9%, valor superior al del escenario base del Informe de Política Monetaria, debido al mayor precio del petróleo ahora considerado. En cuanto al IPCX, su incremento anual sería de 2,0%, cifra menor en 0,1 punto porcentual que la del Informe de Política Monetaria.

El Presidente, señor Vittorio Corbo ofrece la palabra para comentarios sobre la exposición de la coyuntura.

En lo que se refiere al escenario internacional, el señor Ministro de Hacienda formula algunas consultas y comentarios respecto del precio de los bonos soberanos de las economías emergentes y su relación con el movimiento en puntos base del spread.



El Gerente de Análisis Internacional, señor Sergio Lehmann, acota que lo que importa en definitiva es cuánto vale el activo, es decir, el bono. El efecto porcentual sobre su precio está directamente relacionado con el movimiento de las tasas de interés, incluyendo el componente relativo a spreads. De acuerdo a ello, el movimiento porcentual de los spreads, a diferencia del cambio en puntos base del mismo, no da información en el sentido que sugiere la evaluación que hacen los inversionistas.

El Gerente de División Internacional, señor Esteban Jadresic, señala que uno de los temas de fondo es cuánto del movimiento del spread chileno es idiosincrático y cuánto viene de la situación internacional. Agrega, que existe alguna investigación en el Banco, mirando exactamente ese tema, en el sentido que, aproximadamente el 80% de las fluctuaciones en los últimos años del spread soberano chileno se debería a factores idiosincráticos y no un factor común global. Sin embargo, también hay otro estudio que muestra que casi todo se explica por factores globales, entonces este es uno de los temas que estamos mirando. El otro punto que quiere hacer notar, es que estos datos no parecen mostrar un efecto relevante a la situación de canje de deuda en Argentina, en el sentido que hay algunos observadores que han señalado que un fuerte recorte, 30% de la reestructuración de deuda, podría llevar a un cambio de las percepciones de los inversionistas, que afectaría los precios de los activos y los spreads, y la verdad es que no lo hemos visto como récord histórico.

El Consejero señor Manuel Marfán, en relación al mismo tema expresa que se imagina que si uno quiere ver la posición relativa de Chile respecto a otros países, a lo mejor un ranking no es malo, ya que permitiría conocer si Chile está escalando posiciones, si se mantiene o está bajando posiciones. Ello indica, no da un orden cuantitativo, pero sí a lo menos una percepción cualitativa.

El señor Sergio Lehmann señala, ante una consulta que respecto de la situación de China, que los riesgos hoy día se perciben más reducidos de lo que se estimaba hace algún tiempo atrás. El consenso en este sentido plantea que esta economía muestra alguna desaceleración. No obstante, señala que China mantiene un importante dinamismo que, entre otros aspectos, le ha permitido sostener una fuerte demanda por commodities, contribuyendo a mantener elevado el precio de estos productos. En lo más reciente, las estimaciones de demanda de petróleo por parte de China se han revisado al alza, de acuerdo a un programa de energía que se llevaría a cabo en esta economía.

El Vicepresidente señor De Gregorio señala, que respecto de ese país la percepción que tenía el último tiempo era de que no se estaba desacelerando y, ese era el riesgo de que mientras más se demorara en empezar a desacelerar, el tema podría ser más fuerte.

Agrega el Gerente de Análisis Internacional, señor Sergio Lehmann, que es cierto que, en principio, existían dudas respecto al efecto de las medidas adoptadas por las autoridades chinas. Indica, no obstante, que la evidencia más reciente, así como las proyecciones de crecimiento para este año, da cuenta de un crecimiento que si bien es elevado, en torno a 8%, es inferior al registrado en 2004. Señala que en esta dirección precisamente, el día de hoy se han publicado cifras de importaciones, que sugieren una desaceleración de la demanda interna china, mientras que las cifras de exportaciones muestran que el sector externo mantiene un fuerte dinamismo.



En relación a los mercados financieros, y específicamente sobre las tasas de interés de determinados instrumentos, el Gerente de División Política Financiera, señor Luis Oscar Herrera, señala que es efectivo que la oferta de instrumentos públicos ha disminuido, la oferta de algunos títulos largos, también ha caído en el mercado. Señala que lo anterior puede tener algunos efectos, pero en Chile son efectos menores comparados con la inversión existente. Al respecto, el señor Gerente de División señala el nivel que tienen todas estas tasas en los mercados externos. Indica que las mismas tasas a diez años de largo plazo en Estados Unidos están en niveles del 1% y 1,5%, aproximadamente. Agrega, que por otro lado también está el impacto de la situación de política monetaria, partiendo de un escenario con tasas todavía en un rango negativo lo que genera condiciones que también ayudan a mantener tasas que están entre el 2% y el 3%. Señala que también debe considerarse en estos ajustes marginales, el que es esperable que haya una normalización de las expectativas inflacionarias hacia el 3%. Las tasas anteriores de bonos en UF eran compatibles con expectativas o compensación inflacionaria del orden de 2%. Hoy día indica, nos vamos acercando a esa compensación en el 3% y más aún, en lo más inmediato, donde se espera, en particular en los meses de marzo y abril inflaciones acumuladas del orden de 0,8%. Concluye el señor Herrera señalando que lo anterior tiende a hacer atractivos los retornos de los activos en UF que lo tiende a hacer bajar las tasas de interés.

En relación al tipo de cambio nominal, el Consejero señor Manuel Marfán efectúa un comentario sobre la fluctuación del tipo de cambio de Nueva Zelanda, en el sentido que se habría apreciado.

Sobre el mismo tema, el señor Luis Oscar Herrera señala que, en los últimos dos meses, se ha visto un incremento de las correlaciones de las monedas de la región. Señala que lo mismo que ha sucedido en Chile, también le ha acontecido al real y al peso mexicano.

El señor Ministro de Hacienda señala que tiene una consulta no sobre la volatilidad de corto plazo sino más bien sobre las tendencias del tipo de cambio. Indica que le llama la atención, pero no sabe si empíricamente tiene razón o no, el que el tipo de cambio real pareciera algo alto para las condiciones externas que enfrentamos. Agrega que su cuestionamiento tiene implicancias de política. Menciona que al respecto tiene tres hipótesis, pero que pudieran haber otras más.

En primer término argumenta que, a diferencia de otros períodos, hoy existe flotación cambiaria, la cual nos protege más de los *capitales golondrinas*. Por tanto, a igualdad de condiciones, hoy tenemos menos *capitales golondrinas* y un tipo de cambio real más alto.

En segundo lugar, señala que la actual política fiscal de balance estructural es menos permisiva en el gasto de los excedentes del cobre de lo que permitía en los 90 la operación del Fondo de Estabilización del Cobre. Por lo tanto, a igualdad de condiciones, hoy hay más ahorro público, más ahorro interno y un tipo de cambio real más alto.

Por último, destaca que la posición cíclica de la economía todavía está fuertemente rezagada y que, probablemente, las épocas comparables serían algo así como los años 86-87 o 91-92.



Señala el señor Ministro que si las explicaciones al alto nivel del tipo de cambio real corresponden a la primera o a la segunda hipótesis, parecería que tendríamos mayores niveles inflacionarios que en otros ciclos, lo que puede ser bueno porque el tipo de cambio real se apreciaría menos. Si fuera la tercera hipótesis, significaría que habría que esperar más apreciación cambiaria conforme sigamos acercándonos al producto potencial.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, señala, que las hipótesis dos y tres están de cierta manera vinculadas si se ve la posición cíclica no por el lado de las brechas sino por el de las cuentas externas, y se le atribuye a la regla fiscal una responsabilidad o una buena razón para explicar por qué se tiene un superávit en cuenta corriente tan sustancial como el del año pasado. Agrega que la contraparte de ese superávit es que el tipo de cambio real no se ha apreciado como en otras circunstancias frente al mismo. Entonces, indica que lo anterior es consistente con la regla que tiende a aumentar el ahorro nacional fuertemente en momentos de mejoramiento de las condiciones externas.

El Gerente de División Política Financiera expresa, que lo que plantea el señor Ministro se puede dividir en dos. La primera son condiciones financieras y lo otro, por distintas condiciones se resume simplemente en el diferencial de tasa de interés, sea por el superávit fiscal, o por la posición cíclica de la economía. Sin embargo, señala que el resultado es que, a condiciones similares en años anteriores, los diferenciales de tasa de interés estaban en el sentido inverso, y prácticamente, en el corto plazo no tenemos un diferencial mínimo de tasa de interés en comparación con el pasado.

El señor Ministro de Hacienda comenta, en relación a lo anterior, que la implicancia de política es distinta según sea una o la otra. Si estamos en presencia de un tipo de cambio real alto porque la posición cíclica se encuentra rezagada, se podría esperar que conforme se acelere la actividad el tipo de cambio se aprecie ayudando con ello a que la inflación no se eleve. Si en cambio la explicación es más bien de tipo estructural, a igualdad de posición cíclica, tendríamos un poco más de impulso inflacionario ahora que antes.

El Consejero señor Marfán, indica que habría que tener alguna percepción de cuál debiera ser el tipo de cambio real de equilibrio para saber el grado de desalineamiento que tendríamos en la posición cíclica. Señala que su impresión, de todos modos, es que las condiciones reales externas están compensadas por la política fiscal; las financieras están compensadas por una tasa de interés que es la más baja de la historia. Por otra parte, el sector privado no presenta desequilibrios importantes, por lo tanto, se pregunta por qué debería estar desalineado el tipo de cambio, y por qué, hacia futuro, el tipo de cambio debería moverse en una dirección distinta de lo que está.

El Presidente, señor Corbo señala que lo anterior son hipótesis. Lo que sí está claro, agrega, es que el tipo de cambio real está un poco más alto de lo que debería, por los fundamentos, o de acuerdo a los modelos que tiene el Banco. En su opinión, no hay riesgo que se vaya muy arriba. Señala que, igualmente es una seguridad que tenemos hoy día y que no existía hace 4 ó 5 meses atrás.



En lo que se refiere al mercado laboral, el Consejero señor Marfán indica que el crecimiento en la fuerza de trabajo femenina ha estado en los últimos trimestres móviles cercano al 7% anual, lo que estima difícil que se pueda mantener en el tiempo. Agrega, que en los mejores años, a mediados de los 90, también se dio el mismo fenómeno y existía una discusión más o menos parecida. Señala que la tasa de crecimiento de la fuerza de trabajo femenina estaba entre 3,5% y 4%, durante un período bastante más largo que lo que hemos observado ahora.

También comenta el señor Marfán, que en reuniones anteriores había sugerido que el Banco revisara la tasa de ocupación, ya que se trata de un concepto que se usa bastante y tiene que ver con la participación de la ocupación dentro de la población total en edad de trabajar.

En lo que dice relación al tema precios y costos, el señor Ministro de Hacienda consulta sobre el IPCX1, en el sentido de cuán limpia está dicha medición de elementos que no tienen que ver con la demanda, como por ejemplo, el precio del petróleo.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor García, responde al señor Ministro, señalando que, en principio, lo que interesa excluir de una medición de inflación subyacente es la incidencia directa de los combustibles en los precios, pero los efectos de segunda vuelta o de tercera, vía remuneraciones no tienen porqué eliminarse, ya que tienden a tener efectos en los costos a lo largo de la economía. Esos fenómenos no están excluidos de ese IPCX1.

El señor García agrega, que en el marco conceptual, el tipo de cambio pondera 10 veces lo que lo hace el precio del petróleo en la estructura de costos general de la economía, porque el petróleo pondera un 10% de la canasta de importación y el tipo de cambio afecta toda esa canasta.

El Presidente, señor Vittorio Corbo, suspende la Sesión a las 13:05 horas e informa que la misma se reanudará a las 16:00 horas.

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 75, con la participación de los mismos asistentes indicados en la comparecencia.

A continuación el Presidente don Vittorio Corbo solicita al Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés, que presente las Opciones de Política Monetaria.



Al respecto, el señor Gerente de División señala que:

1. En la reunión de política monetaria de febrero, el Consejo decidió aumentar la tasa de interés de política en 25 puntos base a 2,75%. En esta decisión se consideró que las distintas mediciones de la tendencia inflacionaria seguían aumentando gradualmente, que el cierre de las brechas de capacidad seguía progresando y se mantenía un marcado estímulo monetario. El ajuste de la tasa de política monetaria era coherente con la estrategia de normalización pausada del impulso monetario iniciada en septiembre del año pasado y reafirmaba lo previsto en el Informe de Política Monetaria de enero, al mismo tiempo que reducía el riesgo de ajustes abruptos en el futuro.
2. La minuta de antecedentes preparada para esta reunión da cuenta de que se sigue desarrollando un cuadro macroeconómico similar al previsto en el Informe de Política Monetaria, el que incluye un ritmo de crecimiento de la actividad mayor que el crecimiento potencial y una inflación de tendencia que gradualmente vuelve al rango meta gracias a una normalización pausada de la política monetaria.
3. En efecto, los últimos antecedentes disponibles confirman que la inflación de tendencia sigue aumentando lentamente, a pesar de los vaivenes que exhibe la inflación mensual, los que se explican por cambios en las tarifas reguladas. A su vez, las distintas medidas de expectativas de inflación han continuado normalizándose, llegando a cerca de 3% las de mayor plazo, mientras los costos laborales y las remuneraciones también han repuntado levemente. Por su parte, el crecimiento de la actividad y del empleo presentan velocidades de expansión instantánea algo menores que en meses pasados, pero aumentos anuales aún superiores a sus tendencias. Los indicadores de consumo se mantienen robustos, al igual que las expectativas de hogares y empresas. Las mayores diferencias con respecto al escenario base se dan en las importaciones de bienes de capital, que siguen sorprendiendo al no dar muestras de atenuar su marcado dinamismo, y en los precios del cobre y del petróleo, que se han mantenido por encima de lo proyectado, lo que motiva revisiones al alza de sus trayectorias esperadas. También resalta el aumento de las tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos de América.
4. Con estos antecedentes, considerando el aumento de la tasa de interés de la reunión pasada, las opciones más plausibles son mantener la tasa de política monetaria o aumentarla en 25 puntos base.
5. Al aumentar su sintonía con el último escenario de proyecciones, los antecedentes acumulados son coherentes con mantener la estrategia de normalización pausada de la política monetaria aplicada desde septiembre pasado. El escenario alternativo de persistencia en las noticias positivas de actividad, por encima del escenario central —que se discutió en el último par de meses y que podría justificar un leve aumento del ritmo de normalización—, parece ahora algo menos probable. En el otro extremo, las novedades tampoco apoyan la idea de reducir el ritmo de normalización. De hecho, la inflación continúa un curso como el previsto, en un escenario que incluye una gradual normalización de la política monetaria.
6. Como se ha discutido en otras oportunidades, en la estrategia de normalización pausada de la política monetaria tienen cabida tanto alzas sucesivas durante algunos meses como pausas en otros, siendo la acumulación de antecedentes mes a mes un elemento fundamental para definir el ritmo preciso de los ajustes. En este marco, luego de dos meses consecutivos en que se aumentó la tasa de política monetaria, es posible justificar mantener la tasa de política monetaria. La ausencia de novedades mayores en la trayectoria de la inflación y de la actividad apoyan esta alternativa, al igual que la



moderación del rápido crecimiento que exhibían algunos indicadores de actividad y empleo. El hecho de que los costos laborales continúen en una trayectoria acotada igualmente sugiere que se puede realizar una pausa. Finalmente, el riesgo de que tres alzas sucesivas se interpreten como un aumento del ritmo de normalización por encima del que se ha considerado como adecuado para el escenario más probable, también respalda esta opción.

7. Por otra parte, también es posible justificar un aumento de la tasa de política monetaria si se pondera más el riesgo de que persistan los mayores precios del petróleo y del cobre, con presiones de costo directas del primero y un posible panorama de mayor actividad del segundo. A esto se suma el vigor que muestran las importaciones de bienes de capital, que pueden señalar un ciclo expansivo de la economía más pronunciado. Sin embargo, considerando que la inflación actualmente se ubica cerca del piso del rango meta, se puede argumentar que no es necesario tomar acciones preventivas ante riesgos que aún no se materializan y cuyos efectos cuantitativos sobre la inflación dependen críticamente de sus consecuencias sobre terceras variables, incluyendo el tipo de cambio, el PIB efectivo y el potencial.
8. También es posible justificar un aumento de la tasa de política monetaria en esta reunión considerando que la política monetaria continúa siendo considerablemente expansiva a pesar de los ajustes ya realizados. Por ejemplo, las tasas reajustables a cinco y diez años han disminuido cerca de 60 puntos base desde fines de diciembre, mientras la compensación inflacionaria ha aumentado entre 50 puntos base y 80 puntos base, según el plazo, desde comienzos de enero. Con todo, cabe destacar que durante el último mes la curva *forward* sí ha mostrado un desplazamiento acotado, cercano a 25 puntos base para el horizonte de política.
9. Finalmente, cabe destacar que para esta reunión la mayoría de las encuestas indican que poco más de la mitad de los agentes interrogados no espera cambios de la tasa de política monetaria, por lo que la mantención no debería tener consecuencias mayores sobre los precios de los activos y las expectativas futuras de política monetaria. La excepción es la encuesta a mesas de dinero del Banco Central de Chile, en que una mayoría espera un aumento de 25 puntos base.

El Presidente, don Vittorio Corbo ofrece la palabra para comentarios.

El Gerente de División Política Financiera, señor Luis Oscar Herrera, señala que concuerda con los comentarios y recomendaciones sobre una normalización pausada de la política monetaria. Agrega, que se han oído varios comentarios respecto de por qué postergar, por razones más bien tácticas, el aumento de la tasa de política monetaria y dejarlo para otro mes. Indica que también hay otro tema, que tiene relación con los aumentos de inflación que probablemente se van a presentar y le preocupa que después aparezcamos reaccionando respecto de esos incrementos.

El Gerente de Análisis Financiero, señor Sergio Lehmann, estima que es importante también poner sobre el tapete de la discusión algo que se mencionó en la reunión de la mañana que se refiere al balance de riesgo, que, al menos, desde el punto de vista de la División Internacional, es más bien negativo, desde el punto de vista de la inflación externa que, al parecer, puede presentar algunas presiones en ese sentido, así como también en lo referente al precio del petróleo, y por lo tanto, desde el punto de vista de la estrategia táctica habría que tomar en consideración esos escenarios de manera de no aparecer también sobrerreaccionando.



El Presidente, señor Corbo, agrega que con las alzas de tasas efectuadas en los últimos dos meses se hizo frente a inflaciones negativas. Señala que en esas oportunidades, se dio una señal clara de que el Banco se preocupaba de la inflación hacia delante y no mes a mes. Si así no se hubiera hecho no hay duda que la situación sería muy distinta.

El Vicepresidente, señor De Gregorio, señala que el punto planteado por el Gerente de División Política Financiera, tiene mucho sentido si uno hubiera estado absolutamente inactivo.

El Consejero señor Marfán señala que, compartiendo lo expresado en la Minuta de Opciones, le parece que habría que agregar el hecho de que los shocks de oferta no deberían generar los mismos efectos sobre decisiones de política económica que los shocks de demanda, y, en ese sentido, agrega que no es tan evidente que una aceleración de inflación provocada por un aumento del petróleo debiera apurar un aumento de la tasa de la política monetaria de la misma manera que si hubiera un aumento de inflación por razones de demanda agregada. Agrega, que el tono de la nota de opciones da la sensación de que eso podría ser un argumento para un aumento de la TPM. Le parece que ello no constituye un argumento suficiente como para tener un aumento de tasa durante tres meses seguidos.

El señor Ministro de Hacienda señala que su impresión es más bien que hoy día el ambiente va a ser de mantención de la tasa. Agrega que es sólo una sensación, por tanto no quiere que se tomen sus comentarios como referidos fundamentalmente a la decisión de esta oportunidad, sino que más bien en cómo se va a encarar el año que viene.

Hace presente el señor Ministro que en su opinión se han ido consolidando una cantidad de hipótesis básicas que no han sido adecuadamente testeadas y que, consistentemente con esas hipótesis básicas de trabajo, se ha ido delimitando una estrategia a seguir que no siempre cree que está sobre pilares suficientemente firmes. Eso no significa que sea básicamente errada, pero que a veces darle una mirada a esos pilares pudiera ser conveniente para no circunscribir la discusión a menos elementos de los que debiéramos considerar cuando el Consejo adopte decisiones de este tipo.

En primer lugar, señala que quiere hacer un comentario que no va al fondo de lo que va a expresar. Le parece que hay que ser siempre cuidadosos cuando se hace un contraste o se da información sobre las mesas de dinero o del mercado, porque claramente esto es un juego en ambos sentidos. O sea, el mercado también está tratando de adivinar las decisiones del Banco. Entonces, agrega el señor Ministro, hay que tener cuidado en que muchas veces lo que el mercado piensa también es lo que puede haber leído en pasados comunicados. Allí se presenta una relación interactiva. No es una opinión que no considere los comunicados que el Banco ha dado y es bueno que así sea, pero no hay que tomarlo como una opinión incondicional. Es la opinión atendido lo que el Consejo ha dicho y lo que ha hecho. En el extremo, lo anterior se trataría de una super sintonía fina, o sea, ya no sólo se está discutiendo la instancia de cada mes, sino que es la señal que se le está dando al mercado a partir de los movimientos y de la secuencia con que éstos se han dado en el tiempo. Por ponerlo de algún modo, señala que es como que si el Banco Central estuviera tratando de fijar la curva de rendimientos en su conjunto, esto es, fijando la tasa de cortísimo plazo, porque tiene el monopolio, y guiando al mercado respecto de que espera para el futuro. Le parece temerario porque eso supone manejar una cantidad de información que probablemente todos reconoceríamos que no tenemos.



Sin embargo, cree que esa forma de ver las cosas se basa en algunas hipótesis que, como se señalaba, al menos ofrecen alguna posibilidad de ser atacadas o por lo menos miradas con alguna distancia. La primera de estas hipótesis, es que las tasas hoy día son super expansivas y, por tanto, necesariamente las tasas de interés de equilibrio van a ser más altas. Le parece que eso es razonablemente cierto, pero sin ser super expansivas, sí son algo expansivas. Cree que es algo que no se sabe a ciencia cierta. Señala que detrás de la mente de cada uno de los asistentes a esta reunión está la idea de que son claramente más bajas de lo que fueron históricamente. Sin embargo, estima que hay algunas cosas que han cambiado. En primer lugar, hoy día existe flotación cambiaria. En segundo lugar, el ambiente de tasas de interés en el mundo, en general, es de tasas más bajas que en el pasado. Y estos no sólo en el corto plazo. Si se revisan las tasas de más largo plazo, tanto las de Tesoro Americano como las de Europa, éstas son bastante más bajas que las que prevalecían en los 90. Por tanto, parece haber habido cambios estructurales. No se sabe cuánto tiempo van a durar, pero hay un ambiente general en el mundo de tasas de interés más bajas y eso es empírico. En segundo lugar señala el señor Ministro que si se mira el conjunto de economías emergentes que son listadas habitualmente, un tercio de esas economías tienen tasas nominales más bajas que Chile y dos tercios las tienen más altas. Algunas tienen inflaciones más bajas, otras tienen inflaciones más altas. Por lo tanto, estamos en el extremo del grupo, sino que algo más expansivos que el promedio. En tercer lugar indica que la afirmación que se hace con extrema seguridad respecto de que las tasas tienen que subir y que todo el problema consiste en qué tan rápido se hace, se basa, a su juicio, en lo que ya el mercado repite, casi con obediencia, que las brechas se están cerrando. Por tanto, las dos condiciones copulativas, tasas más bajas de lo que cualquiera creería y brechas cerrándose, hacen que el mercado reaccione consecuentemente.

La otra idea que se plantea, señala el señor Ministro, es que el producto hoy día crece por sobre la tendencia. Al respecto señala que nadie tiene ninguna duda cuando los escucha de que estamos en un proceso de acortamiento de brechas a una tasa bastante significativa. Estima que tiene serias dudas al respecto. En el reporte presentado por el *staff* se ha reconocido que probablemente se está subestimando lo que sería la formación bruta de capital fijo este año o más exactamente, para no exagerar o no deducir palabras de palabras, que se necesitaría que el ritmo de crecimiento de las importaciones de bienes de capital fuera bastante plano en el resto del año para que la inversión creciera conforme a lo presentado en el IPOM. De este modo se tiene que este año es muy probable que la tasa de formación bruta de capital fijo será la más alta que nunca antes haya tenido la economía chilena. Indica el señor Ministro que hace presente lo anterior porque el año 95-96 el Fondo Monetario calculaba que nuestro producto potencial se estaba expandiendo a 6,5 y la tasa de inversión a la que se va a llegar este año es comparable, incluso está por arriba de la que teníamos en esa época. Además, no tendría ninguna razón para pensar que dados los acuerdos comerciales y el marco de política macroeconómica los otros factores más cualitativos, como la PTF, tuvieran que ser más bajos que en ese período. Luego, señala el señor Ministro, se puede tener en el futuro una revisión hacia arriba del producto potencial y ,por lo tanto, es dable pensar que se está en un rumbo de lenta aproximación al producto potencial.

Analizados estos dos puntos, el señor señala Ministro que se llega al último punto. En el último informe de la División de Estudios se muestra que el IPCX1 o medida de inflación tendencial va hacia arriba. Entonces, se tendrán que estar acortando las brechas. O sea, a la tasa actual, dada las comunicaciones del Banco Central y dada la curva forward, la economía estaría creciendo por arriba de lo que puede porque el IPCX1 va creciendo, y es allí donde plantea la última pregunta. Señala que si somos completamente honestos, es que el Banco no lo sabe. No es posible rechazar la hipótesis nula de que el movimiento más reciente del IPCX1 se explica íntegramente por el tipo de cambio y por el petróleo. Agrega que está consciente de que el Banco Central tiene que preocuparse, como bien se mencionó en la reunión de la mañana, de los efectos de segunda vuelta, y por tanto, que aunque la inflación



sea por tipo de cambio y petróleo, el Banco tiene que reaccionar, pero estima que estarán de acuerdo con él en que, excepción hecha de que estuviéramos pronosticando que el dólar va a seguir subiendo y que el petróleo también, lo que habría movido el IPCX1 no tiene por qué seguirlo moviendo en el tiempo. Por último, se pregunta si el Banco le podría decir que en realidad está pronosticando un tipo de cambio constante y un precio del petróleo hacia abajo, pero que el movimiento del IPCX1 tiene una inercia suficiente que podría desanclar las expectativas. Cree que francamente no existe evidencia que apunte a un riesgo de que se desanclen las expectativas.

En síntesis, cree el señor Ministro que estamos mucho más en tinieblas de lo que parece afirmar el Banco y, por tanto, piensa que mes a mes hay que ir analizando los datos y viendo si, efectivamente, las razones de los movimientos del IPCX1, del petróleo, del dólar, del producto efectivo y de la inversión forman un cuadro que requiera o no revisión.

El Vicepresidente, señor De Gregorio, señala que no va a discutir mucho el tema del crecimiento de la brecha y del producto. Le parece que, en general, entendería que en un proceso como éste se puede tener incertidumbre en la velocidad, pero le costaría mucho justificar que, en esta parte del ciclo, las brechas se amplíen. Ahora bien, sí estima que existe un punto que hay que destacar, que hace mucha fuerza y tal vez, algo que se tiene que ir pensando en el tiempo y que siempre se evita y que, de alguna u otra manera, se podría estar relativamente en una situación compleja, en el sentido de que se ha insistido mucho en una especie de precompromiso del curso de la tasa. Estima que eso es muy importante, pero que por otra parte, tiene la complicación de que lo precompromete en las próximas reuniones y, en ese sentido, tal vez en el discurso, es muy difícil plantear que lo que se avisa en el futuro es una reducción gradual del impulso monetario, que le parece además adecuado plantearlo, pero por otra parte, poder graduar esto al ritmo que se vaya presentando en la coyuntura, porque da la impresión, en algún momento, que se puede querer cambiar esa estrategia, hacerla más lenta, o querer apurarla dos meses. Entonces, si se apura dos meses se pensará que se cambió la regla gradual y ahora es gradual rápida. Le parece que en ese caso se tendrá que enfrentar un problema en los próximos meses y que obligará a graduar las comunicaciones del Consejo, en la medida que ésta es una trayectoria esperada, pero que se va revisando mes a mes y que no necesariamente significa un precompromiso.

El Gerente de División Estudios, señor Rodrigo Valdés, señala que existe una discusión de objetivos, que cree que es válida y que, en nuestro idioma las cosas se ven menos claras que en inglés. A propósito de ello, señala que se ha tratado mucho de buscar adjetivos y cuesta encontrar los que sean útiles para la comunicación.

Respecto de la pregunta sobre dónde están las tasas neutrales hoy, señala que existe mucha incertidumbre al respecto. Lo que sí cree es que no le parece coherente decir que el PIB potencial puede ser muy alto y las tasas neutrales muy bajas, simultáneamente. Estima que es o lo uno o lo otro, pero que cuesta pensar que se den las dos cosas juntas.

El señor Ministro acota sobre este tema, señalando que si se tiene una economía y se le da un shock en que crece la tasa de ahorro y presentar el resultado, esto es, tasas más bajas y el potencial más alto, no es contradictorio.



El señor Valdés señala que tendría que ser un shock muy especial para que suceda. En todo caso, no puede ser que en el largo plazo la tasa de interés esté por debajo del crecimiento de la economía. Lo anterior es como una condición básica de equilibrio para que una economía sea dinámicamente eficiente.

En cuanto al tema del IPCX1, en que hubo cierta discusión en la mañana, en el sentido que podría ser el petróleo el que empuja el IPCX1, señala el señor Gerente de División Estudios que es así, ya que las incidencias de los distintos componentes del IPCX1, dado los grados de exactitud en las estimaciones que se pueden hacer, son muy amplios. Por lo tanto se puede decir que es la pura credibilidad, que se acabó la ampliación de brechas, es la misma brecha que se tenía hace seis meses y la pura credibilidad del Banco empuja de vuelta.

Señala que volvería a los temas que importan más, en donde los salarios son claves para esta dinámica, junto con la productividad. Eso aporta el grueso de la estructura de costo y, por lo tanto, es una variable a monitorear también muy de cerca. Agrega que lo que se apreció en la mañana es que los costos laborales unitarios, con las imperfecciones con que se miden, seguían bastante bajos.

Finalmente hace presente, que respecto de la discusión de trayectoria, entiende que es muy complicado hacer comentarios previos en que se concuerde, pero cree que lo que hay que poner sobre la mesa es el tema que una decisión aislada, de 25 puntos base, es muy irrelevante, y además, una de timing de 25 puntos base es 101% irrelevante. Piensa que da lo mismo si uno la sube ahora o el próximo mes, considerando el resultado que va a tener de aquí a dos años más. Por lo tanto, señala que no se puede hacer otra discusión que tenga sentido, en cuanto a que la política monetaria tenga efectos sobre las variables que hay que afectar sin tener alguna idea de hacia dónde van a estar las tasas, que son movimientos más amplios que 25 puntos base.

El Consejero señor Manuel Marfán, señala que comparte lo que ha expresado el señor Ministro en cuanto a que hay que ser muy modestos respecto a la capacidad que tiene nuestra disciplina de poder mirar todo lo que influye simultáneamente. Le parece que muchas veces por exceso de arrogancia han cometido errores muchos colegas nuestros, en el pasado. En ese sentido, indica que se tiene que aceptar que hay márgenes y rangos y que, por lo tanto, hay que tener sentido común. Desde esa perspectiva y, extremando ese argumento, al final todo siempre es conjetura. Sin embargo, indica que existen conjeturas más educadas y otras conjeturas menos educadas, profesionalmente. Los modelos con los cuales se desarrollan las proyecciones son una conjetura, pero es una conjetura también educada; representa un resumen, una síntesis de formas y mecanismos de transmisión y efectos de política que recoge de manera importante la discusión que se presenta en esta ocasión, pero de todos modos, estima que todos tienen, probablemente en el subconsciente, algunas variables de control para ir testeando con nuestra propia forma de apreciar lo que se está proyectando y decidiendo. Agrega que, en su caso particular, tiene las siguientes conjeturas, con un grado bastante alto de certeza y seguridad. En primer lugar, que la tasa de interés actual de la política monetaria es una tasa claramente expansiva y que, por lo tanto, la tasa neutral está por sobre ésta. Señala que tiene enorme incertidumbre acerca de dónde está la tasa de interés neutral, pero sabe que está bastante por arriba, significativamente por arriba de nuestro nivel. Por lo tanto, señala que estamos en una situación de política monetaria que, todo lo demás constante, está acelerando el gasto. No lo está manteniendo en un nivel alto, sino que lo está acelerando. Indica también, que a medida que se acelera el nivel de actividad y la demanda, cree que es bueno ir soltando el pie del acelerador, como una medida de cautela. Si la velocidad máxima es 120 y uno ya va a 100, piensa que es mejor no estar todavía con el acelerador a fondo.



El segundo elemento, en que también tiene una conjetura de casi certeza, consiste en que la tasa interbancaria diaria no tiene efecto sobre la demanda agregada. Señala que lo que importa en realidad es la *yield curve*, o sea, cómo se mueve o cómo se posiciona la curva de tasa de interés hacia delante desde la tasa diaria. En ese sentido, piensa que es mucho más expansivo o mucho más contractivo el mensaje, en la medida que se nos crea que nosotros estamos señalando cuál es la pendiente hacia futuro de esa *yield curve*. En ese sentido, le parecen importantes los aspectos tácticos que se han venido discutiendo. En su opinión, fue importante no haber tomado, a fines del año pasado, una decisión de dos meses consecutivos de alza de tasa porque cree que habría elevado la *yield curve* a partir de ahí en adelante.

El tercer elemento que le parece necesario destacar y es donde tiene altas incertidumbres, es respecto al producto potencial. Indica que trabajó bastante este tema hace algunos años atrás, y que en aquel entonces, cuando se tenía la sensación de que las brechas se estaban cerrando, no es que creyeran con certeza que eso estaba ocurriendo, sino que se ponían nerviosos, tratando de buscar síntomas de recalentamiento. Sólo una vez que aparecían esos signos de sobrecalentamiento, confirmaban un diagnóstico y se hacían ciertas recomendaciones de política. Le parece que la forma actual de estimar el producto potencial es muy superior a la de aquel entonces, pero señala que sigue generándole una enorme incertidumbre. Aquí es donde cree que tiene un alto grado de incerteza, especialmente respecto de las decisiones, en que, a su parecer, la forma de estimación es procíclica lo que ha señalado en varias oportunidades. Por lo tanto, agrega que lo que se va a ir viendo de ahora en adelante es que el producto potencial se va a ir acelerando; incluso se va a reescribir la historia que estamos viviendo hoy día, si se mantiene el crecimiento hacia futuro y cada vez más el producto potencial de hoy día va a ser más alto respecto de cómo lo estamos midiendo actualmente. Agrega el señor Consejero que tiene la impresión de que la brecha de PIB ha sido, durante todo este ciclo, más alta que lo que se ha estimado y si es más alta, también se está cerrando más rápido. Aún cuando el nivel de la brecha es más alto, se puede estar cerrando también a una velocidad más alta. Las implicancias de política, en todo caso, son de segunda derivada y no de primera derivada.

Asimismo, el Consejero señor Marfán señala que una variable de control extremadamente relevante son los precios relativos. Si la inflación es un termómetro de equilibrio, uno perfectamente puede tener una situación de inflación baja, pero donde el desequilibrio se está reflejando en precios relativos desalineados. Señala que, en muchas oportunidades, ha comentado qué es lo que pasa con el tipo de cambio, porque le parece que éste es un reflejo en muchas ocasiones de una inflación escondida. Una inflación baja, pero con una apreciación cambiaria puede ser también síntoma de sobrecalentamiento. Indica que no ha visto en la actual coyuntura, lo que para él es un signo de tranquilidad, más que de preocupación, que el tipo de cambio nominal se mantiene alto y que no se da esta predicción de apreciación del tipo de cambio, lo cual tiende a dar tranquilidad de que el ciclo va bien.

Finalmente, cree que el otro aspecto en que se presenta enorme incertidumbre, son los errores tipo 1 y tipo 2 a los cuales ha hecho alusión el Ministro en muchas ocasiones. En su opinión, tiene la impresión de que se debe tener la certeza en nuestras decisiones. Si creemos que se está cerrando la brecha, la reacción de política o la manera a la cual se va sacando el pie del acelerador tiene que ser una que no arriesgue que esa brecha se mantenga abierta por un plazo innecesariamente largo. Le parece que el ritmo al cual se ha estado haciendo hasta ahora es el correcto. El problema que existe es si hacia futuro va a seguir siendo así o no, pero le parece que los agentes del mercado que, obviamente interactúan con nuestras decisiones, están viendo una *yield curve* hacia futuro que es bastante moderada, a su juicio, y que no arriesga frenar un proceso de reactivación equilibrado.



El Consejero señor Desormeaux señala, que incertidumbre siempre existe y, la verdad es que en el Banco Central operan con un margen de incertidumbre muy grande respecto de modelos, de parámetros incluso con los datos y, también comparte con el Ministro que hay que tener mucho cuidado con los adjetivos. Sin embargo, refiriéndose a los puntos que el Ministro hace, por ejemplo, respecto de la tasa neutral, cree que no le cabe ninguna duda que la tasa neutral en Chile está muy por encima del nivel de la tasa de política monetaria hoy día. Como punto de referencia, por ejemplo, señala que los mercados esperan que la tasa norteamericana se encuentre a fines del año 2005 cerca de un 4%. Lo anterior, respecto de los niveles que tiene la tasa chilena actual, es sustancialmente mayor y no hay otro adjetivo para describir eso y no ve razones para que nuestra tasa esté sistemáticamente alejada de niveles como ese. En segundo lugar, piensa que también es un hecho bastante claro, pese a las incertidumbres, que las brechas de capacidad se están reduciendo. Indica que ya se mencionó que el crecimiento record que está experimentando la formación bruta de capital fijo tiene un efecto relativamente reducido sobre el crecimiento potencial y que, por lo tanto, las brechas se están reduciendo. Agrega que, indudablemente, existen grados importantes de incertidumbre y en consecuencia, se debe actuar en forma muy cautelosa. Continúa el Consejero señor Desormeaux, señalando que el señor Ministro ha dicho que hay que tener cuidado con el uso del *yield* en el comunicado. Éste es un debate que tiene lugar hoy día en la academia y existen riesgos y beneficios de ello. Estima que el Banco Central y el Consejo lo han hecho con extremada prudencia, justamente, para cuidar algo muy importante que el Banco Central ha conquistado, que es credibilidad. El hecho que se pueda tener una política monetaria estimulativa como la que se tiene hoy en día, tal vez la primera vez en la historia que este país ha tenido una política monetaria tan fuertemente anticíclica, es gracias a esta credibilidad que el Banco Central ha construido a lo largo de los años y, sin duda, también con una colaboración importantísima de la política fiscal. Por lo anterior, concluye el señor Consejero, es que se debe cuidar esta credibilidad, a pesar de las incertidumbres que existen a la hora de tomar decisiones en esta materia y de transmitir las señales correspondientes.

El Presidente señor Corbo, señala que cree que ya se ha dicho todo. Sin embargo, como resumen de la discusión que se ha tenido después de las preguntas muy correctas que ha planteado el señor Ministro, y que son preguntas que van a seguir surgiendo a medida que se avance en el proceso que estamos embarcados, se puede señalar que la economía sigue comportándose bien, y que si continúa el crecimiento en la forma actual, que es muy distinto comparado con dos años atrás, no hay duda que la tasa neutral es mayor que la actual. Agrega que la pregunta sobre cuánto mayor que la actual, es lo que se va a ir analizando en el camino hacia donde hay que llegar. La política monetaria, señala, afecta la inflación a través de los precios de activos. En razón de ello, es importante dar una señal hacia dónde va esa política monetaria en el futuro, ya que el efecto solamente de la tasa de política monetaria es débil, especialmente si se cree que es verdadero el punto expresado por el señor Ministro, siempre que tengamos una idea de dónde deberían ir las tasas a futuro. Le parece que se ha sido extremadamente cuidadoso y que se continuará siéndolo aún más. Señala que un tema que también han discutido internamente es que el mercado no entiende cuál es el curso más probable del futuro de las tasas, lo cual es, en el escenario central que tenemos hoy día, que la economía siga creciendo de manera tal que las brechas se vayan acortando y eso se tiene que ir viendo, eventualmente, en forma mucho más clara también en la inflación. Por eso, agrega el señor Presidente, el Consejo se reúne mes a mes y es muy cuidadoso, no solamente en analizar los cambios que han habido en los determinantes de la inflación, sino que también qué está pasando con la inflación misma, que es al final una validación del modelo que tenemos. Es absolutamente acertado, indica, que existe una gran incertidumbre con relación a la estimación de las brechas en tiempo real, pero sí sabemos más o menos qué esperaríamos que esté pasando en una economía con las tasas de inversión que ha habido en los últimos años, y con la tasa de crecimiento que observamos en el mismo período. También se sabe que las brechas se van acortando, pero no conocemos, exactamente, en qué momento



vamos a llegar a brechas de cero. Le parece que lo más importante es que queremos asegurarle al señor Ministro que todos estos factores los consideramos y así lo reflejan los comunicados del Banco Central.

Concluye el señor Presidente, señalando que estas dudas que se nos presentan también las tienen todos los bancos centrales.

El señor Presidente, señor Vittorio Corbo, señala que, no habiendo más comentarios, corresponde llevar a cabo la votación. Agrega, que quiere proponer a los señores Consejeros el acuerdo de mantener la tasa de política monetaria en su nivel actual, siempre que exista unanimidad para ello.

Los Consejeros manifiestan, expresamente, su conformidad a dicha propuesta y señalan que los respectivos fundamentos de dicha decisión, en el caso de los Consejeros señores Marfán y Desormeaux, se basan en lo ya expresado por ellos en esta Sesión. En el caso de los fundamentos del voto del Presidente señor Corbo, del Vicepresidente señor De Gregorio y de la Consejera señora María Elena Ovalle constan en sendas Minutas que entregan en este acto al señor Ministro de Fe y que se transcriben a continuación:

- a) Minuta del Presidente señor Vittorio Corbo: "La expansión económica y la inflación siguen un curso compatible con el presentado en el último IPOM. En el lado del gasto sigue sorprendiendo el alto dinamismo de la inversión en maquinaria y equipos y en el lado de los costos la evolución del precio del petróleo y del tipo de cambio debiera afectar la volatilidad de la inflación efectiva. En este escenario se consolida el escenario central del IPOM que considera una reducción gradual y pausada del pronunciado estímulo monetario para aumentar la probabilidad que la inflación se sitúe en torno al 3% hacia el final del horizonte de proyección habitual de ocho trimestres. La mantención de esta estrategia es compatible con mantener la tasa de política en esta ocasión."
- b) Minuta del Vicepresidente señor De Gregorio: "En nuestras dos reuniones de política monetaria anteriores hemos decidido aumentar la tasa de interés para ir reduciendo gradualmente el estímulo monetario. Las noticias inflacionarias de este mes están dentro de los rangos previstos, asimismo tampoco ha habido novedades importantes en materia de cierre de brechas ni evolución de costos y márgenes. Por lo tanto, y consistente con la reducción gradual del impulso monetario me parece que hoy una buena opción es mantener la tasa de interés."
- c) Minuta de la Consejera señora María Elena Ovalle: "Como se desprende de los antecedentes presentados por Estudios, las últimas novedades reflejan una actividad que continúa en niveles altos sin exhibir una aceleración adicional. Estos antecedentes y sus determinantes, no configuran un escenario sustancialmente distinto al vigente en la reunión de febrero ni al considerado en el último IPOM. Por lo tanto, elementos fundamentales presentes en reuniones pasadas siguen siendo válidos hoy: continúa habiendo consenso en torno a la necesidad de normalizar la TPM, se percibe que la estrategia de normalización gradual es la más apropiada para transitar hacia niveles más neutrales, y los aspectos tácticos son nuevamente importantes para orientar las decisiones de política, que lleve a su mejor comprensión. En este último aspecto, quisiera recordar que una cuestión importante discutida en la reunión de febrero fue la necesidad de dar la señal al mercado que la estrategia de normalización "gradual o pausada", en ningún caso estaba asociada a una regla mecánica, que se entendía como un alza de 25 pb mes por medio. Esto también es válido en la reunión de hoy, lo que nos permite reiterar que la oportunidad y magnitud de los movimientos los iremos evaluando reunión tras reunión, para tomar decisiones lo más fundamentadas posibles."



Las distintas medidas de tendencia inflacionaria siguen dando cuenta de una convergencia gradual al objetivo de política, con registros puntuales más bien cercanos al piso del rango meta. Además, las últimas novedades provenientes de los márgenes y costos laborales unitarios, siguen validando la estrategia de retiro pausado del estímulo monetario, al no introducir presiones adicionales. En este marco, luego de dos meses consecutivos en que se aumentó la TPM creo que se justifica, en esta ocasión, la Mantención de ella. Por lo tanto, a la luz de los antecedentes y opciones que hemos discutido, voto por Mantener la TPM. Esto nos permite continuar con la estrategia de gradualidad adoptada y esperar por más información para hacer compatibles el panorama de crecimiento que se nos presenta, con la meta inflacionaria en el horizonte habitual de política.”

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

75-01-050310 – Tasa de Política Monetaria.

Se acuerda mantener la tasa de interés de política monetaria en 2,75% anual. Los tramos de la línea de crédito de liquidez se mantienen en el mismo nivel.

Siendo las 17.00 hrs. se retiran de la Sala el señor Ministro de Hacienda, señor Nicolás Eyzaguirre Guzmán y la Asesora Macroeconómica del Ministerio de Hacienda, señora Bernardita Piedrabuena Keymer.

III. Comunicado

En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central resolvió, por unanimidad, mantener la tasa de interés de política monetaria en 2,75% anual.

La información disponible muestra que la inflación y el crecimiento de la actividad tienen un comportamiento coherente con el panorama previsto en el último *Informe de Política Monetaria*. El sólido crecimiento de la economía es apoyado por un entorno internacional favorable y por condiciones monetarias en Chile que continúan siendo claramente expansivas. La inversión ha seguido creciendo con excepcional vigor, el empleo y la fuerza de trabajo continúan dinámicos, y las expectativas privadas se mantienen auspiciosas.

Por su parte, la información de precios más reciente indica que, más allá de los vaivenes que originan los cambios de algunas tarifas reguladas, las distintas mediciones de la tendencia inflacionaria actual han seguido aumentando gradualmente, en línea con las proyecciones del último *Informe de Política Monetaria*. Ello es congruente con un cierre progresivo de las brechas de capacidad. Es esperable que la inflación mensual exhiba alguna volatilidad en el corto plazo por la incidencia que tienen los fuertes cambios que han tenido los precios de los combustibles. No obstante, la proyección de la inflación en doce meses se mantiene en niveles reducidos durante parte del 2005, ubicándose por debajo de 2% en algunos meses.



La decisión de mantener la Tasa de Política Monetaria en esta oportunidad no modifica la expectativa de reducción pausada del impulso monetario. El Consejo estima que esta estrategia permite alcanzar, en el escenario más probable, una inflación en torno a 3% anual en el horizonte habitual de política de 12 a 24 meses.

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17.50 horas.

JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Vicepresidente

VITTORIO CORBO LIOI
Presidente

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Consejero

MARÍA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera

MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero

NICOLÁS EYZAGUIRRE GUZMÁN
Ministro de Hacienda

JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR
Ministro de Fe (S)