



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION N° 47
DE POLITICA MONETARIA
Celebrada el 8 de mayo de 2003

En Santiago de Chile, a 8 de mayo de 2003, siendo las 16,00 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 Jorge Marshall Rivera y de los Consejeros señora María Elena Ovalle Molina, señor Jorge Desormeaux Jiménez y señor José De Gregorio Rebeco.

Asiste la Ministra de Hacienda Subrogante, señora María Eugenia Wagner Brizzi.

Asisten también los señores:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;
Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Angel Nacur Gazali;
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 Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;
Gerente de Análisis y Operaciones Internacionales, don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Información e Investigación Estadística, don Ricardo Vicuña Poblete;
Secretaria Ejecutiva del Gabinete de la Presidencia, doña Cecilia Feliú Carrizo;
Jefe de Prosecretaría, doña Cecilia Navarro García.

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

I. Resolución sobre Proyecto de Acta correspondiente a la Sesión N° 46, celebrada el 8 de abril de 2003.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo el Proyecto de Acta correspondiente a la Sesión N° 46, celebrada el 8 de abril de 2003, cuya versión final se aprueba sin observaciones.

II. Resolución sobre Minutas correspondientes a las Sesiones N°s 45 y 46, celebradas el 13 de marzo y 8 de abril de 2003, respectivamente.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo las Minutas correspondientes a las Sesiones N°s 45 y 46, celebradas el 13 de marzo y 8 de abril de 2003, respectivamente, las que se aprueban sin observaciones.

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

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de noviembre de 2003, para el día 13 de ese mes.



IV. Exposición.

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

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 trimestre 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 trimestre 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.



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

El Vicepresidente señor Marshall manifiesta que ésta es la primera reunión, en que, luego de un tiempo apreciable, no se señala a la variación de los inventarios como fundamento de lo que ocurre con la actividad. Por el contrario, lo que se observa es un crecimiento de la demanda y de la actividad, fundado en componentes más sólidos, en el sentido cualitativo de esta palabra. Dichos componentes corresponden a aumentos en el empleo y en el ingreso de los hogares, los que inducen a conductas más permanentes en las personas y llevan a tener una mayor confianza en el proceso de recuperación de la actividad. Así, la información que se tiene del comportamiento de la Bolsa, refleja una visión con perspectivas positivas a nivel de las empresas.

Por otra parte, inversionistas extranjeros han vendido a empresarios nacionales empresas con importantes activos, como una central hidroeléctrica, una empresa de distribución eléctrica y otra de seguros, y no obstante la apreciación que hace cada una de las partes, se ha considerado que los precios de estas transacciones han sido razonables, o sea, no se trata de precios de liquidación.

Lo anterior lo lleva a pensar que, en términos cualitativos, las cifras que se están observando hacen que exista más confianza, y reflejan una visión positiva para el mediano plazo.

Por otro lado, cree el señor Marshall que la otra característica de la recuperación que se está observando es que ella es moderada y piensa que hay que transmitir ese diagnóstico, en el sentido de que estamos en presencia de un proceso que tiene fundamento, que es sólido, pero que no se trata de recuperación acelerada. Le preocupa la palabra "aceleración", porque da la impresión de que se puede llegar rápidamente a cifras de crecimiento de 5,5%, 6%, etc.

El último indicador que desea hacer notar es el siguiente: si se toman las expectativas de crecimiento de la encuesta mensual que el Banco Central hace, ya existen cuatro meses en los cuales las expectativas de mediano plazo están al alza. En estos momentos, la expectativa de crecimiento para el año 2005 de la encuesta, es un 5%. No existía una apreciación como esa para el mediano plazo desde hace un par de años, en cuanto a que esta economía podía volver a crecer a un 5% aun cuando sea en dos años más, pero eso muestra una percepción de la solidez de la recuperación.

En síntesis, el señor Marshall destaca como elementos de la actual coyuntura, la recuperación con componentes sólidos de la demanda y que ella es más bien moderada. No tiene observaciones adicionales al tema de la inflación, si bien cree que el diagnóstico que ha presentado la División Estudios hay que enfatizarlo también porque ha existido algún grado de intranquilidad respecto del panorama inflacionario. Cree que es importante que el Banco manifieste mucha confianza en eso, porque hay muchos analistas que, sobre la base de cifras parciales - ya sea de corto plazo o la inflación subyacente de un mes -, han estado alimentando dudas sobre la solidez de las proyecciones de inflación, por lo tanto, considera que también el mensaje tiene que ser muy fuerte en términos de confianza en las perspectivas de la inflación.

Sobre esto último, el Gerente General, don Camilo Carrasco, consulta si el tema de la inflación de corto plazo, que se consideró una sorpresa porque aparentemente fue excesiva el alza del IPCX en el mes de abril, está concentrado en algún sector y si se observa en los próximos dos o tres meses alguna posibilidad de revertir esa sorpresa.

Contesta el Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García, diciendo que, en primer lugar, hay que considerar el precio del pan que efectivamente tenía un remanente de incremento que no se había materializado, pero por su importancia, no



es un tema que simplemente se pueda descartar y decir "fue un aspecto puntual y no se va a reflejar en otro tipo de cosas". En segundo lugar, el precio del vestuario, que tenía una tendencia de caída por varios años, motivada en proveedores más baratos o menores márgenes, mostró también un aumento en este mes, que nuevamente puede ser algo puntual, pero dada la característica del vestuario, de las caídas de precios que se veían en años anteriores, puede ser que ya se esté produciendo una descompresión de los márgenes. Agrega que también se vio un incremento en los pasajes de avión, que puede ser indicativo de un mayor traspaso de la depreciación del peso que se ha acumulado en los últimos años, pero de todas formas, se estima que algo de esto puede ser transitorio, por lo que se castiga parte de este incremento.

El Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés, hace dos acotaciones al respecto. La primera, es que las proyecciones incluyen esta sorpresa de inflación considerando que tiene algún componente transitorio, por lo que su efecto en la inflación se revierte en cierta proporción. Desea llamar la atención de que la inflación IPCX1 llega, en 24 meses, más arriba de 3%, en torno a 3,5%, por lo que es el componente de la inflación más dinámico a fines del horizonte. Relacionado con esto, destaca que cuando se produce una sorpresa inflacionaria también se descomprimen márgenes, lo que alivia en algo la situación de mayor inflación. En otras palabras, parte de las razones que están detrás de la aceleración esperada de la inflación es por descompresión de márgenes. En el extremo, si se produce toda la descompresión de una vez, no queda más fuerza para seguir aumentando la inflación, por lo tanto, la situación observada tampoco podría catalogarse de muy grave. Además de lo que pase con los márgenes, es importante monitorear lo que sucede con las holguras de capacidad para ver si se acelera más o no la inflación.

El segundo tema es que esta perspectiva de menor inflación de más corto plazo ha sido criticada en el pasado, por ejemplo, en enero. Dice que no es posible saber si estas críticas son correctas, pero que es interesante hacer notar que las expectativas a 12 y 24 meses que mide la encuesta han permanecido estables en 3%, pero que las expectativas a un plazo más corto se han movido al alza en el pasado, incluso llegando a 3,4% en un momento. Es notable en este sentido que aún los analistas menos optimistas para la inflación de corto plazo tienen expectativas bien focalizadas en 3% a dos años plazo. 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. El otro antecedente es que la encuesta de mesa de dinero que hace la División de Política Financiera todos los días, que describe lo que los operadores de mesa creen va a ser la inflación, es más coherente con el escenario que tiene el Banco que con este escenario de mayor inflación que tienen algunos analistas. Obviamente, dice, esta proyección de corto plazo es un foco de tensión que afecta la credibilidad de las proyecciones.

El Presidente cree que si se observa la evolución de la actividad, es efectivo que en la parte interna hay una solidez y especialmente en lo del mercado laboral – se refiere a la creación de empleo y la baja fuerte en la tasa de desempleo corregida por estacionalidad – lo que hace que la gente tenga más confianza; se está viendo también un aumento en los créditos de consumo que está relacionado con lo mismo. Estima entonces que la parte interna se venía recuperando desde el tercer trimestre del año pasado, pero hoy día se observa mucho más incertidumbre en la parte externa con respecto a la actividad en los países grandes: Europa está estancada y la gran duda es si Estados Unidos se va a recuperar en el tercer o cuarto trimestre, lo cual tiene a la Reserva Federal preocupada por una posible deflación, en tanto que la tasa de inflación que proyectan ellos está en 0,9% en doce meses, que es el deflactor del consumo. Por otro lado, Asia tiene sus propios problemas aparte de la enfermedad respiratoria atípica; está Japón que no se reactiva; existen problemas en Corea; por consiguiente, adhiriendo a la opinión del señor Marshall agregaría que, en lo personal, su razón para estar preocupado de los meses que siguen y no ser muy optimista por ahora respecto de la actividad es por la existencia de un componente importante relacionado con el comportamiento de la economía externa. Muy favorables son Brasil y Argentina, pero son demasiado pequeños para nosotros en un escenario con una economía tan abierta como la nuestra. Dice que hay razones para tener un optimismo moderado. Si la economía



internacional se estuviera recuperando, cree que nos encontraríamos en otro escenario, o sea, si Estados Unidos ya estuviera reactivándose, nuestra preocupación radicaría en que estaríamos tomando mucha fuerza, pero eso no lo ve dentro de los próximos cuatro o cinco meses. Por eso, apoya la idea de que el mensaje del Consejo debiera ser de un moderado optimismo, en orden a que las cosas han ido mejorando internamente pero la economía externa se ha deteriorado en el margen que está reflejado en el Informe, termina diciendo el señor Corbo.

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

Al respecto, el señor Valdés señala lo siguiente:

1. En la reunión de política monetaria de abril, el Consejo decidió mantener la tasa de política 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 TPM 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 doméstica 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, lo que se logra con un crecimiento de la actividad de 3,3% este año y en torno a 4,5% el próximo. 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 TPM 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 en 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 número.
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.



10. Por último, en esta oportunidad el público espera un Imacec para marzo en torno a medio punto por encima de la estimación preliminar del Banco Central y proyecta importaciones para abril algo por encima de las efectivas. No obstante, esto en principio no tiene consecuencias importantes, al existir explicaciones específicas.

El Presidente ofrece la palabra para comentar las opciones.

La Ministra de Hacienda Subrogante, señora Wagner, manifiesta lo siguiente: El análisis realizado por la Gerencia de División Estudios establece que la inflación más dura, que sería el IPCX1, tenderá a acelerarse conforme la economía crece debido a una descompresión de los márgenes de comercialización y a un aumento de los costos laborales unitarios, en lo cual coincide. Es más, señala que deseamos que conforme la economía se inscriba en una trayectoria de crecimiento superior a la expansión de la capacidad productiva con la consiguiente disminución de la capacidad instalada en desuso y del nivel de desempleo, la inflación subyacente debiera presentar presiones al alza y consiguientemente la tasa de política monetaria tendría que modificarse hacia una posición más neutral. La fase precisa en que dicha presión inflacionaria se verificaría, no obstante, contiene todavía un alto componente conjetural, por cuanto, primero, no se sabe cuál es el punto de inflexión, es decir, cuándo comenzarán a cerrarse las brechas y segundo, como tampoco se conoce cuál será el crecimiento efectivo y potencial en el año 2004. Por tanto, cabe preguntarse si tiene sentido tomar acciones hoy o en el futuro cercano, frente a una conjetura que consiste en que a 18 y 24 meses plazo el crecimiento efectivo será mayor al potencial, si no sabemos cuánto se crecerá en 2004 ni cuánto crecerá el potencial en ese momento.

Por lo anterior se pregunta: ¿Cuál es el nivel de la tasa de desempleo que produce una aceleración de la inflación? ¿No tiene acaso más sentido esperar a que haya una señal de aceleración del IPCX1 antes de adoptar una decisión?

Con respecto a la reciente aceleración que se observa en el IPCX1 ésta se encuentra muy influenciada por el alza que mostró el tipo de cambio durante los primeros meses del año. Una pregunta a formularse es: ¿Qué hubiera ocurrido con el IPCX1 si el tipo de cambio hubiera permanecido constante? Más aún, si se considera que la brecha ha seguido ampliándose y, más recientemente, el peso ha comenzado a apreciarse, ambas situaciones debieran presionar a la baja el IPCX1. Ahora bien, ante la eventualidad de que el crecimiento efectivo sea mayor al potencial en 2004, esto llevaría a una aceleración de la inflación sólo si el peso chileno no sufriera una ulterior apreciación. Si el peso se encontrara sobredepreciado en la actualidad, su trayectoria futura sería hacia la apreciación. Con esto las presiones al alza sobre la inflación de la aceleración del crecimiento serían al menos mitigadas y eventualmente anuladas por la caída del tipo de cambio.

En resumen, no hay evidencias que apunten a presiones inflacionarias en el corto plazo, ya que las brechas no se están cerrando. Más aún, si tal escenario se materializa, la apreciación del peso que ese escenario conlleva permite pensar que no ocurriría una aceleración de la inflación o al menos ésta sería mitigada. En el mediano y largo plazo, cuando el tipo de cambio llegue al equilibrio y la economía continúe acelerando, las brechas se cerrarán, la inflación se acelerará y la tasa de interés deberá subir. El punto es cuándo va a suceder.

El Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic, en relación al análisis de las opciones que ha entregado la División Estudios, desea agregar un comentario respecto a la estimación que da el informe en cuanto a los efectos de un aumento de 25 puntos base de la tasa de política sobre la inflación y sobre el crecimiento. Se menciona que la inflación, a fines del horizonte de proyección, bajaría en 0,1% a 0,2% y el crecimiento en 0,2%. Sobre esto, cree que, en el contexto actual, es muy probable que haya un efecto más fuerte de un aumento de las tasas, por cuanto ello podría ser interpretado por los mercados como que se



está señalando el comienzo de un punto de inflexión en la política monetaria, como el inicio de un proceso de ajuste en las tasas ya más cercano, lo cual a su vez podría tener efectos en las tasas largas de interés potenciando el efecto de este cambio de 25 puntos base. Esto implica que en la situación actual habría que tener especial cautela, dadas las incertidumbres que se han mencionado, en particular, en el escenario internacional, en la actividad en los países desarrollados, y en un contexto en el cual en esos mismos países desarrollados hay expectativas de reducciones de las tasas de interés, las cuales también se observan en algunos países vecinos.

El Gerente General, don Camilo Carrasco, manifiesta que, en general, le hacen más fuerza los argumentos para mantener la tasa, lo que significa postergar el aumento. Tiene claro que en algún momento, posiblemente más pronto que tarde éste se va a producir, pero en esta oportunidad no le parece que haya razones suficientemente fuertes como para justificar un aumento de la tasa. Hace presente que en esta misma mesa, aproximadamente una semana atrás, se discutió si acaso se iba a bajar el rango de crecimiento desde 3% a 4% a 2,75 a 3,75%, respectivamente, lo que le hace pensar que, al menos, 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, de manera que ése es un elemento que, sin duda, aconseja esperar.

Por otra parte, por lo que se ha planteado en la inflación de corto plazo, las expectativas para los próximos meses son de inflaciones de IPC negativas, de manera que cree que eso en sí ayudaría para evitar cualquier desanclaje de expectativas, al menos, en el muy corto plazo. También es evidente que el precio del petróleo y el tipo de cambio han bajado más de lo que estaba contemplado en los supuestos, y que en esto se tiene que hacer simplemente una apuesta, pero le da la impresión que sumado a lo que se puede prever respecto a un aumento en el flujo de capitales externos hacia el país, el tipo de cambio promedio para el año va a ser más bajo de lo que se considera en el modelo. Le parece que hay razones suficientes para optar por la mantención de la tasa.

El Consejero señor De Gregorio manifiesta que tal como lo destaca el análisis de la Gerencia de División Estudios, la principal noticia desde la última reunión de política monetaria es que se empieza a observar evidencia de que se consolida un escenario de gradual aceleración del ritmo de crecimiento y cierre de las brechas del producto.

Las noticias y perspectivas en el ámbito inflacionario son consistentes con dicho escenario de actividad e indican que aunque durante este año no hay desviaciones significativas en la tasa de inflación respecto del rango meta, y ésta estaría subiendo, aunque marginalmente, sobre el 3% en 24 meses, las señales de mayor cautela y potencial preocupación vienen por el lado de la inflación subyacente. Si a esto se agrega que se está entrando en un período en el cual las proyecciones se comienzan a ubicar sistemáticamente por sobre el 3%, es probable una reversión del fuerte impulso expansivo de la política monetaria.

Efectivamente, si bien las proyecciones de actividad no difieren de manera importante de la visión que existía en el IPOM 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, o levemente por debajo de las analizadas en enero, fundamente la recomendación de subir la tasa de política monetaria.

[Handwritten signature]



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, cree que es necesario reafirmar un argumento que se ha dado en reuniones anteriores y le parece muy relevante hoy día. Este se refiere a que un aumento de la tasa de política monetaria no sólo correspondería a una menor expansividad de la política monetaria, sino que a un cambio de signo del impulso monetario, el cual es deseable que sea persistente. No le parece que sea adecuado subir la tasa para después revertir el aumento o al menos detener el proceso de movimiento en dirección a la tasa neutral. Es cierto, dice, que las decisiones deben asumir ciertos riesgos y se realizan en escenarios con alta incertidumbre, pero, tal como señaló, dada la trascendencia que tendría un aumento de la tasa, cree que hay que actuar con cautela y sumar más señales que validen esta opción.

Asimismo, cree que si bien la consecución del objetivo inflacionario no debiera responder a noticias de corto plazo, la oportunidad de las decisiones es relevante. Sería difícil de comunicar que por un mes de variación negativa del IPC y con perspectivas que la inflación anual siga cayendo en los próximos meses, se comience a revertir el impulso monetario, en particular, cuando las señales positivas están recién comenzando a consolidarse. Esta es una razón adicional para recomendar cautela y mantener la tasa de política monetaria en la reunión de hoy.

Considera también importante los comentarios que se han hecho respecto a no esperar a que se observen señales de presiones inflacionarias y cree que para el marco de metas de inflación, en una economía con tipo de cambio flexible, es clave la proyección de inflación en el horizonte de 24 meses y de ahí, por lo tanto, no se concluye que haya que esperar a que se materialice una aceleración de la inflación para actuar en política monetaria, porque podría ser demasiado tarde. Estima que la razón para sugerir cautela es que aún no existen señales concretas de un aumento significativo de la inflación en el horizonte de 24 meses, en especial, atendida la evolución de las variables relevantes.

Por último, desea hacer un comentario respecto de lo que se menciona en cuanto a que las posibilidades de que una aceleración del crecimiento de la economía con mayor flujo de capital podría implicar una apreciación del tipo de cambio. Piensa que es necesario señalar que, si ese fuera el escenario, precisamente el mayor dinamismo de la actividad económica va a ser el que va a inducir las presiones inflacionarias y no se va a producir una desinflación producto de la apreciación la cual va a ser el resultado de un mayor crecimiento de la actividad económica.

El Consejero señor Desormeaux comparte la visión de la División Estudios en el sentido de que hoy día, en la práctica, hay solamente dos opciones y no tres: éstas son aumentar o mantener, pero cree que, en el fondo y en este momento, las opciones son subir las tasas de interés hoy día o esperar hacerlo más adelante, esa es la decisión que hay que tomar.

Señala que desde la perspectiva de un Banco Central que debiera tener aversión al riesgo, iniciar hoy día el proceso de normalización de tasas de interés tiene un atractivo grande al constituirse en un seguro contra escenarios más adversos para la inflación que el escenario central que se ha analizado, porque de darse tal escenario el Consejo pudiera verse abocado a la necesidad de realizar ajustes bruscos en las tasas de interés en el futuro que, evidentemente, presenta el riesgo de desanclar las expectativas.

Esto es concordante con el Informe de la División Estudios que indica que la inflación de abril podría tener elementos más permanentes, llevando a que las brechas pudieran cerrarse más aceleradamente. Hay que tener presente que los índices de la Bolsa han estado creciendo, que las tasas de retorno que registra las FECUS de las empresas son bastante más elevadas y de hecho, nuestra proyección de inflación para fin del horizonte de

[Handwritten signature]



proyección supera el 3%, de manera tal que un alza de 25 puntos base tendría precisamente el efecto de llevar dicha proyección al 3%.

Manifiesta que el riesgo opuesto también existe, como lo señalaba el Consejero De Gregorio, ya que un cambio de fase en la política monetaria hoy día, idealmente, no debe tener vuelta atrás, al persistir dudas respecto a la economía norteamericana y respecto del alcance de la neumonía atípica y sus efectos en las economías asiáticas y por ello, o por otras razones, podría no producirse una aceleración duradera en el crecimiento interno particularmente de la inversión. Por ello la opción de esperar sigue teniendo valor como lo tuvo en la reunión del mes pasado. Cree que hay consideraciones estratégicas que, personalmente, le llevan a tener una preferencia, no muy acentuada, por elevar las tasas y es el hecho de que si se da el escenario central en los próximos trimestres la inflación va a acercarse al 2%, o sea, en otras palabras, en los momentos en que se va a tener con toda seguridad que comenzar a normalizar las tasas de interés la inflación va a estar bordeando no el 3% o superando ese porcentaje sino que bordeando el 2%. Y esto va hacer muy difícil la importante tarea de comunicar la normalización de tasas de interés que queda por hacer, por lo que hacerlo hoy día tiene una ventaja en términos de que reduce la tarea que queda por delante y cuya comunicación va a ser difícil dado el momento en que deberá hacerse.

Respecto a que un alza de tasas, hoy día, afectaría en igual forma las tasas largas y que esto podría tener un efecto más radical que el anticipado, tiene la impresión de que no es tan claro desde el punto de vista de la actividad. Ello porque un cambio de fase precisamente lo que va a generar es una aceleración de la reprogramación de créditos, además de adelantamientos de decisiones de inversión y va a contribuir a fortalecer la demanda interna, lo que precisamente haría subir las tasas largas. Por lo tanto, no cree que ello tenga el impacto que se plantea e incluso podría ser al revés: en cuanto a una muy moderada alza de tasa de interés de un cuarto de punto pudiera tener consecuencias más bien estimulativas que lo contrario.

Por todo lo dicho, tiene preferencia por elevar las tasas de interés, pero se suma a la mayoría, esto es a mantenerla, en el caso de que su posición sea la minoritaria.

La Consejera señora Ovalle manifiesta lo siguiente: Si bien, como se ha dicho en esta reunión, en el mes de abril las cifras de inflación fueron mayores a las esperadas en la reunión pasada, sobretodo, en el caso de la inflación subyacente, el panorama para la inflación total y subyacente, tanto en el corto como en el mediano plazo, está en línea con la meta. La proyección para los próximos meses refleja en mayor medida la disminución de los precios de los combustibles y el dólar. En el escenario actual, las presiones futuras sobre la inflación, serán determinadas principalmente por el comportamiento de la economía, especialmente de la actividad y la demanda. En las últimas semanas se han acumulado cifras alentadoras en el mercado laboral, en las ventas de supermercados, en colocaciones de consumo, entre otras, también las expectativas de los analistas son más positivas e incluso algunas proyecciones para el crecimiento se han corregido al alza en los últimos días, y el comportamiento de la bolsa avala estas mejores perspectivas. En el ámbito externo se aprecian mejores perspectivas de los países vecinos, pero persiste la incertidumbre en el crecimiento de Estados Unidos, Europa y Japón.

Cabe destacar que hay menor incertidumbre externa e interna respecto a la que se constataba en el IPOM de enero, junto con perspectivas más favorables para nuestra economía, la inflación se encuentra controlada y hay indicios algo más certeros de mayor crecimiento para este año y el próximo. De hecho, el balance de riesgos para la inflación y el crecimiento es neutral, a diferencia del Informe de enero ya mencionado, en el que se estimó que los riesgos relativos al crecimiento estaban sesgados a la baja con relación al escenario base, mientras que para la inflación estaban sesgados al alza.



En virtud de todos estos antecedentes y en línea con las expectativas del mercado, estima que no es necesario, en esta ocasión, modificar la tasa de política. Un movimiento al alza podría afectar la incipiente reactivación que se espera y no sería consecuente con las proyecciones que se manejan para la inflación. Aún reconociendo que la tasa actual de política monetaria es expansiva, cree que la decisión más adecuada ahora es mantener la tasa, dado que los antecedentes del sector real no son concluyentes, sobretodo considerando la base de comparación de los mismos y que la inflación está acotada.

En consecuencia, su voto es por mantener la tasa, termina diciendo la Consejera señora Ovalle.

El Vicepresidente señor Marshall está de acuerdo con la idea de mantener la tasa de política monetaria por los fundamentos que han entregado los demás señores Consejeros.

El Presidente, don Vittorio Corbo, señala que no hay duda que la gran preocupación del Consejo debe ser mantener el activo más importante que tiene, cual es que las expectativas de inflación estén ancladas en torno al 3%. Es el gran activo que se ha logrado construir en los últimos años, 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. Cree que el informe que ha presentado la División Estudios muestra claramente que la política monetaria, hoy día, 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.

Manifiesta que la proyección de inflación hacia el final del horizonte está muy basada en que disminuyen las brechas, que los salarios empiezan a ajustarse por la presión en el mercado laboral, y la inflación importada disminuye por la gran depreciación del dólar en los mercados internacionales. El escenario externo ha mejorado con respecto a enero, porque enero fue catastrófico – se preveía guerra y un precio de barril de petróleo de 50 y 60 dólares - 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 barril de petróleo, la economía americana muestra señales extremadamente débiles. Por consiguiente, estima que hay un riesgo hacia delante de que la economía mundial pierda fuerza. Los mercados hoy día anticipan, con una probabilidad de 75%, que se aproxima una baja de tasa de interés en Estados Unidos, después de la información de ayer de la Reserva Federal. Entonces, dice, si el Consejo se estuviera reuniendo cada seis meses, hoy día habría que subir la tasa, pero dado que las reuniones son una vez al mes, cree que hay suficiente incertidumbre como para esperar algún tiempo para ver cómo se va despejando este panorama. Piensa también que hay que tener mucho cuidado de que, en este escenario, la inflación se empiece a subir de 3% hacia arriba, pero el mundo tiene una gran incertidumbre respecto a dónde se va a estar en 24 meses más. Cree que ello también se refleja en el caso de nuestra inflación, porque aunque es verdad que la inflación subyacente, el IPCX tuvo un aumento mayor de lo que se esperaba, también eso puede estar basado, en una economía como la chilena, en alguna fuerza que se pueda tender a disipar en la medida que se ha visto una corrección en el tipo de cambio, en el precio de los combustibles, en las tarifas de los microbuses, etc., por lo que es conveniente observar un par de meses más para ver qué es lo que sucede.

Comparte, entonces, la observación relativa a que, en estos momentos, hay un grado importante de incertidumbre como para aumentar la tasa en esta sesión o en el futuro. Por lo anterior, se suma a la opción de mantener la tasa en esta oportunidad y seguir observando muy de cerca lo que ocurre con los factores determinantes de la inflación, con la economía internacional, especialmente la recuperación americana, y también seguir atentos a la dinámica del IPCX. Por último, insiste en que hay que reforzar el interés de mantener la inflación anclada.

Handwritten signature



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 47
Política Monetaria
08.05.2003 17.-

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

47-01-030508 – Tasa de Instancia Monetaria.

Se 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.

V. Comunicado

“En la 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.

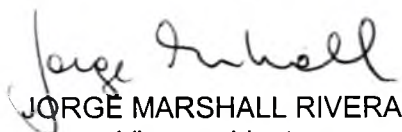
Aunque la inflación subyacente ha mostrado un aumento en meses recientes, ésta se mantiene dentro de los márgenes previstos. En el corto plazo, es previsible que el menor precio del petróleo y la evolución del tipo de cambio contribuyan a una disminución de la inflación. Sin embargo, más allá de estas fluctuaciones, las perspectivas inflacionarias en el horizonte habitual de proyección continúan alineadas con el centro del rango meta.

En el ámbito interno, los indicadores más recientes sobre la marcha de la economía confirman que ésta se encuentra en una fase de mayor crecimiento, coherente con el marcado estímulo monetario que existe desde hace algunos trimestres y que es similar al previsto hace algunos meses. Con todo, persisten dudas respecto de la evolución futura del crecimiento mundial, especialmente en los países desarrollados.

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

El Consejo aprueba el texto del comunicado.

Se levanta la Sesión a las 17,50 horas.


JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente


VITTORIO CORBO LIOI
Presidente


JORGE DESORMEAUX JIMENEZ
Consejero


MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera


JOSE DE GREGORIO REBECO
Consejero


MARIA EUGENIA WAGNER BRIZZI
Ministra de Hacienda (S)


MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe