



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION DE POLITICA MONETARIA N° 62
Celebrada el 13 de mayo de 2004

En Santiago de Chile, a 13 de mayo de 2004, 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 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 Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva;
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;
Gerente de Información e Investigación Estadística, don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente de Comunicaciones Institucionales, don Eduardo Arriagada Cardini;
Secretaria Ejecutiva Gabinete Presidencia, doña Cecilia Feliú Carrizo;
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 noviembre de 2004.

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de noviembre de 2004, para el día 11 de ese mes.

II. Exposición.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García, señala lo siguiente:

En los últimos meses, el escenario externo que enfrenta la economía chilena mejoró, en especial como consecuencia del incremento del precio del cobre. Se estima que el país está enfrentando este escenario de manera saludable, incluyendo un superávit de cuenta corriente durante este año. Este resultado es coherente con la evaluación de que parte de estos desarrollos es transitoria. Aunque con las oscilaciones propias de las cifras de mayor frecuencia, el ritmo de crecimiento de la actividad, el gasto y la inversión ha continuado aumentando gradualmente, mientras el escenario de inflación reducida para este año se ha ido materializando. Hacia delante, se espera que el dinamismo de la actividad continúe reduciendo las holguras de capacidad y que la inflación se acerque paulatinamente desde sus bajos niveles actuales al centro del rango meta en el horizonte habitual de política de ocho trimestres.

4



El escenario externo pertinente para Chile ha mejorado más allá de lo proyectado a principios de este año. El crecimiento esperado ha aumentado en casi todas las principales zonas económicas del mundo y, de darse el escenario que se considera más probable, el crecimiento mundial del trienio 2003-2005 sería el mayor en casi 30 años. Las perspectivas de mayor crecimiento se han consolidado sobre todo en Estados Unidos de América, donde se aprecia un mayor ritmo de creación de empleos y un repunte de la inflación. La economía china ha mantenido un fuerte dinamismo, que está siendo un factor central en el incremento de los precios de diversos *commodities*, en particular el cobre, y ha inducido aumentos en los costos de transporte marítimo y en diversos insumos para la producción. Los riesgos geopolíticos se han mantenido en el Medio Oriente, los que junto al ritmo de expansión de la demanda internacional han hecho aumentar el precio del petróleo notoriamente desde sus niveles de hace un par de trimestres. Así, los antecedentes que indican un mayor nivel de actividad en el tiempo, sobre todo en China y Estados Unidos de América, han estado acompañados de señales de que la caída de la inflación a nivel internacional estaría llegando a su fin. Ello se aprecia tanto en los registros inflacionarios de importantes zonas económicas como en el incremento del nivel general de precios en dólares en el mundo. Con ello, los mercados financieros han vuelto a esperar que el proceso de normalización de la muy expansiva política monetaria en Estados Unidos de América se inicie relativamente pronto. La Reserva Federal, por su parte, ha señalado que este sería un proceso gradual.

En cuanto al precio del cobre, el renovado vigor de la economía mundial lo llevó en momentos a niveles no vistos desde mediados de la década pasada y se espera que se ubique en promedio en US\$ 1,24 y US\$ 1,15 por libra este año y el próximo. Con los antecedentes disponibles se estima que los términos de intercambio aumentarán cerca de un 16% durante el año 2004.

El positivo entorno financiero que enfrentaban las economías emergentes se había mantenido estable por varios meses, pero en las últimas semanas se ha observado un grado de volatilidad mayor. Ello refleja que persisten los desafíos de estabilización macroeconómica e implementación de reformas estructurales en países importantes de la región, los que pueden hacerse más apremiantes en la medida que aumenten las tasas de interés externas. Con todo, las condiciones financieras globales siguen siendo favorables, y los *spreads* de la economía chilena se ubican algo por encima de sus mínimos históricos, los que se observaron hace solo algunas semanas.

En Chile, el escenario de menor inflación anual previsto para este año en el Informe de Política Monetaria anterior se ha ido materializando, aunque las presiones subyacentes de precios se aprecian algo más atenuadas que lo proyectado, lo cual se compensa con un mayor precio del petróleo en el caso del IPC total. En su conjunto, los eventos recientes han permitido mantener condiciones monetarias excepcionales por un tiempo más prolongado que el previsto, lo que se aprecia en los niveles actuales y en la estructura de las tasas de interés.

Luego de los recortes recientes a la tasa de política monetaria, las tasas de colocación de los créditos de consumo han tenido descensos más rápidos que los observados en otros episodios de relajamiento monetario. Ello, probablemente gracias a que el menor riesgo de la cartera de clientes del sistema financiero, condiciones macroeconómicas más positivas en términos de actividad y empleo, así como el uso de alternativas de financiamiento distintas de las bancarias por parte de grandes corporaciones han potenciado la competencia. Las colocaciones de consumo mantienen un dinamismo relevante, con ritmos de expansión de dos dígitos desde hace varios trimestres, mientras las colocaciones de vivienda también presentan un fuerte crecimiento desde comienzos de 2003, junto con una reducción de las tasas de las letras de crédito a niveles históricamente bajos. En el caso del crédito a empresas, las colocaciones comerciales del sistema bancario mantienen una trayectoria plana, no obstante lo cual el entorno de financiamiento que enfrentan las empresas es favorable. Para las empresas más grandes, los recargos financieros de los bonos corporativos muestran una caída importante desde principios del año pasado, en conjunto con un incremento de las colocaciones de bonos que continúa. La carga financiera de otras fuentes de financiamiento también ha caído respecto de lo que se apreciaba a fines del año pasado. Para las empresas pequeñas, las alternativas de financiamiento menos tradicionales, tales como el *leasing* y el *factoring*, han mostrado tasas de crecimiento sustanciales. Con todo, una medida amplia del endeudamiento corporativo, que



incluye no solo colocaciones bancarias y de bonos sino que además deuda externa (a un tipo de cambio dado) muestra un incremento a diciembre de 2003 de un 3,5%.

El peso ha perdido valor en términos nominales y reales desde principios de año, aunque más marcadamente frente al dólar estadounidense que frente a una canasta más amplia de monedas, y especialmente durante las últimas semanas. Esto ha ocurrido pese a la mejora mostrada por los términos de intercambio. Se estima que parte del aumento del tipo de cambio de los últimos meses refleja la mayor expansividad de la política monetaria interna, las perspectivas de alzas de tasas en el exterior más cercanas, el incremento de los *spreads* soberanos emergentes, la menor debilidad del dólar y la corrección a una posible sobre-reacción ocurrida en el segundo semestre del año pasado. En todo caso, como asunto metodológico para la realización de proyecciones, se supone que el tipo de cambio real de largo plazo se ubica por debajo de los niveles observados en los últimos días, lo que es coherente con la evolución de las condiciones de paridad de tasas de interés externas e internas y con las variables que lo determinan en el largo plazo. Este supuesto implica una pequeña apreciación real en los próximos ocho trimestres.

Por el lado de la actividad y el gasto, se aprecia que la economía chilena está acomodando bien las implicancias de la fuerte mejora del entorno externo. En lo esencial, lo anterior implica un importante incremento del ingreso nacional, porcentualmente mayor en el caso del sector público, gracias a los mejores términos de intercambio. Por su transitoriedad, es conveniente que una porción muy menor de estos recursos se destinen a gasto, lo que en el caso del sector público está precisamente considerado en el funcionamiento de la regla de superávit estructural. Así, en el escenario central de este Informe, se espera que las cuentas del sector público muestren un superávit durante el año 2004 y el año 2005, luego de algunos años de déficit.

En el sector privado nacional, la evidencia disponible revela que, por ahora, el incremento del ingreso está llevando a un ritmo de expansión del consumo similar al previsto. El consumo durable, en particular, aunque muestra un ritmo de expansión relevante en el margen, no presenta una aceleración adicional en la tendencia de los últimos trimestres. Los indicadores de consumo habitual, a su vez, muestran un crecimiento interanual similar al del PIB. Hacia delante se espera que el consumo siga aumentando, impulsado por los incrementos del ingreso familiar disponible y las favorables condiciones financieras. En todo caso, la evolución reciente de los indicadores de confianza de los consumidores y el tono que muestra el mercado laboral hacen improbable que este crecimiento sea inusualmente elevado. En efecto, los distintos indicadores de confianza de los hogares presentan un panorama menos auspicioso que en meses previos, aunque las expectativas y percepciones de los consumidores aún superan las de los últimos años. En el mercado laboral, el ritmo de creación de empleos se ha suavizado desde fines del año pasado. Se estima que ello es más bien reflejo de que concluyó el fuerte incremento de la ocupación por cuenta propia y de la participación femenina que empujaron el empleo agregado en el curso del año 2003, y no una señal definitiva de debilidad en el mercado laboral. De hecho, el empleo asalariado ha mostrado tasas de expansión mayores que en años recientes, y las vacantes, aunque con vaivenes, sugieren que la tasa de desocupación continuará disminuyendo, aunque probablemente de manera más pausada.

Si bien la inversión aún sigue mostrando un dinamismo algo menor que el habitual en esta etapa del ciclo, ha revertido parte de los bajos niveles del segundo semestre del año pasado. La evolución de la rentabilidad corporativa, las condiciones de financiamiento, la gradual disminución de las holguras de capacidad, así como los indicadores de confianza empresarial, apuntan a que la recuperación de la inversión continuará afianzándose, aunque se esperan importantes vaivenes en la tasa de crecimiento anual de la formación de capital fijo por efectos de base de comparación. Reflejando la buena situación de precios que enfrentan, la mayor inversión ya se aprecia en algunas ramas manufactureras ligadas a la explotación de recursos naturales y cuyas decisiones de producción están fuertemente vinculadas a la capacidad instalada. Este proceso se encuentra algo más rezagado en el caso de la minería, aunque existen algunos proyectos relevantes en etapa de desarrollo. El hecho de que las posibilidades de financiamiento no hayan sido restrictivas en los últimos años hace poco probable que las mejores condiciones externas lleven a un incremento brusco de la inversión propio de casos en que sí existe este tipo de restricciones. Por otra parte, es posible que sea necesario que los



mayores precios de *commodities* y las perspectivas de crecimiento a tasas mayores tanto en Chile como en el mundo terminen de consolidarse para observar el repunte esperado de este componente del gasto. En el escenario central de este Informe de Política Monetaria se espera que la formación bruta de capital fijo aumente 7,6% este año. Con ello la tasa de inversión se acercará a 24% del PIB, cifra que se compara positivamente con las tasa históricas, y que no difiere mucho de la esperada en enero pasado.

El valor de las exportaciones netas se ha incrementado de manera significativa, esperándose que la balanza comercial llegue este año a un superávit histórico. Ello no es solo el resultado mecánico de los mejores precios de las exportaciones, sino también la contrapartida del mayor ahorro generado por la mejora del ingreso nacional. Se espera que este año la cuenta corriente muestre un superávit de 1% a 2% del PIB, empujado fundamentalmente por un saldo en balanza comercial de casi US\$ 8.000 millones. Se estima que si el precio del cobre se ubicara en US\$ 0,88 por libra y desapareciera la brecha entre PIB y PIB potencial, el déficit de cuenta corriente sería coherente con los observados en economías con el grado de desarrollo e integración internacional de Chile.

En términos sectoriales, la actividad industrial es el principal sector que está reflejando el mejoramiento del escenario externo y perspectivas de crecimiento en el tiempo para la actividad agregada. Aunque las últimas cifras han sido bastante volátiles, el mayor dinamismo de los registros de febrero y marzo se ha dado en ramas destinadas a la exportación. Por otro lado, hechos puntuales en algunas minas y problemas de índole técnica han tendido a deprimir la producción minera. Se estima que estos últimos son mayoritariamente transitorios.

Las proyecciones del sector privado para el crecimiento del PIB este año han aumentado respecto de enero, acercándose al centro del rango previsto. Según la encuesta de expectativas económicas del Banco Central, la mediana de las proyecciones de crecimiento para este año aumentaron desde 4,5% en enero a 4,7% en abril. Para el año 2005, la proyección se ha mantenido en 5,0% desde enero a la fecha. En tanto, las estimaciones de *Consensus Forecasts* entre enero y abril aumentaron desde 4,7% a 4,8% para este año, manteniéndose en 5,1% para el año 2005. A su vez, el Fondo Monetario Internacional prevé tasas de crecimiento de 4,6 % y 5,3% para el año 2004 y el año 2005.

En su conjunto, la contrapartida del mayor ritmo de expansión de la actividad y las tendencias del mercado laboral, es un incremento de la productividad del trabajo, la que creció a tasas muy reducidas en el año 2002 y el año 2003. Con ello, y de manera coherente con las tasas de inversión previstas para este año y el próximo, la productividad total de factores debería retornar a tasas de crecimiento anuales superiores a las observadas en los dos últimos años. En este contexto, se estima que el crecimiento del PIB de tendencia aumentará lentamente en el próximo par de años, con lo que el crecimiento de este año conlleva una disminución de las holguras de capacidad. Para el año 2005 también se espera un aumento de los niveles de actividad por sobre el crecimiento de tendencia, con un cierre de las holguras algo más rápido que el previsto.

Este gradual cierre de brechas de capacidad y el progresivo cese de los efectos de la apreciación del peso observada durante la segunda mitad del año pasado son los principales impulsos para que la inflación vuelva a 3% hacia fines del horizonte de proyección, aunque también contribuirán la mayor inflación externa pertinente y el gradual aumento de los márgenes del comercio. A medida que la economía se acerque al pleno empleo, las condiciones de oferta y demanda en los mercados de factores y de bienes tenderán a generar mayores presiones inflacionarias subyacentes que en los años recientes. Aunque se estima que este proceso está ocurriendo a un ritmo algo más pausado que el previsto el año pasado, debido a la trayectoria reciente y previsible de los combustibles en los mercados externos y del tipo de cambio, la convergencia al centro del rango meta de la inflación del IPC hacia fines del año 2005 se mantiene con ritmos similares a los antes considerados.



En primer lugar, las condiciones de competencia en el mercado minorista se han incrementado a través del tiempo, lo que se apreció sobre todo durante el segundo semestre del año pasado, con caídas importantes de los precios de algunos productos específicos. Esas caídas no se han revertido aún. En segundo lugar, en años recientes se apreció una importante capacidad de sustituir proveedores y productos, lo que ha incidido en menores precios externos en dólares. Ello ha permitido que la apreciación del peso en meses recientes incremente los márgenes de comercialización. En el caso particular de los bienes durables, se aprecia que el nivel actual de los márgenes está claramente por sobre los promedios de los últimos años. Esto a su vez acota la posibilidad de incrementos sustanciales de precios en el corto plazo. Por último, las mismas presiones competitivas y de costos probablemente han generado incrementos en la productividad del trabajo superiores a los que se pueden medir con la información disponible, principalmente en el sector industrial. Ello, junto con una trayectoria de las remuneraciones nominales que ha sido bastante pausada, indica que los costos laborales unitarios están en una senda de expansión que no pone en riesgo los objetivos inflacionarios.

En el corto plazo, la depreciación del peso respecto de los niveles de comienzos de año, ha afectado principalmente al precio de los combustibles en pesos y las tarifas de los servicios públicos, a lo que se añaden en este último caso cambios tarifarios determinados por la legislación. En particular, el cambio en el decreto tarifario del sector telefónico podría tener un impacto relevante —a la baja— sobre la inflación del segundo trimestre. Por el lado de la inflación externa, lo principal ha sido el incremento del precio del petróleo, aun más marcado en el caso de las gasolinas, y una reacción tardía y moderada de los precios de importación de bienes de consumo a la mayor inflación externa en dólares. Los mayores precios de los combustibles influirán especialmente en una alta inflación mensual esperada para mayo. Adicionalmente, se estima que los efectos más probables de los mayores costos de transporte por el fuerte dinamismo de la actividad global y de los problemas de suministro de gas desde Argentina sobre la inflación son relativamente acotados.

Todos estos aspectos tienen una incidencia pasajera en la inflación, la que se disiparía hacia el año próximo. En este sentido, es clave la trayectoria de las expectativas de inflación de mediano plazo. Luego de reducirse bruscamente en los últimos meses del año 2003, las distintas medidas disponibles, incluyendo la compensación inflacionaria contenida en los precios de activos financieros, han mostrado un repunte significativo, volviendo a ubicarse dentro del rango meta y acercándose a 3%. Por su lado, las expectativas de los hogares y de las empresas apuntan también a una inflación de mediano plazo mayor que la observada en la actualidad.

En conclusión, en el escenario central de proyección se estima que la inflación anual retornaría al rango meta hacia el primer semestre del año 2005, llegando a cerca de un 3% hacia el segundo trimestre del año 2006. Es importante destacar que este aumento de la inflación interanual no tiene implícita una aceleración sustancial de los precios en el corto plazo. En efecto, los precios subyacentes muestran hoy tasas de incremento del orden de 2%. Basta que este ritmo se incremente moderadamente en el curso de los próximos trimestres para que, una vez desaparecidos de la base de comparación el segundo semestre del año pasado y el primer trimestre de este año, la inflación interanual aumente de manera significativa. Este escenario es coherente con que no se repitan las sorpresas del segundo semestre del año pasado y que los principales determinantes de la inflación importada sigan una trayectoria relativamente estable en los próximos dos años. Las proyecciones de inflación del sector privado no difieren sustancialmente de este escenario.

A pesar del buen tono del escenario central, la economía chilena sigue enfrentando riesgos, vinculados tanto al entorno externo como a aspectos particulares de la economía chilena. En el corto plazo, los antecedentes disponibles apuntan a que las débiles presiones inflacionarias observadas a nivel mundial tienden a disiparse, por lo que el inicio de un ciclo de menor expansividad monetaria está más cercano. Una trayectoria al alza de las tasas de interés externas por sobre las esperadas por el mercado hoy, podría implicar grados de turbulencia mayores en las economías de la región, con eventuales consecuencias sobre la trayectoria probable del tipo de cambio. Adicionalmente, la incertidumbre geopolítica no se ha disipado, y



no se descarta una reducción más pausada de este precio e incluso escenarios más extremos para el precio del petróleo.

Hacia el mediano plazo, los desequilibrios fiscales en algunas economías desarrolladas y los de cuenta corriente entre las principales zonas económicas deberían acomodarse de manera gradual, mientras Asia emergente, especialmente China, enfrenta la necesidad de estabilizar su ritmo de crecimiento y de enfrentar grados crecientes de integración comercial y financiera. Sin embargo, no se puede descartar que las correcciones de los desequilibrios mencionados tengan efectos sobre las tasas de interés, las paridades de monedas o el crecimiento. Una desaceleración brusca de la economía china tendría efectos colaterales negativos en los términos de intercambio.

En cuanto a los riesgos idiosincrásicos a la economía chilena, con los antecedentes disponibles hasta ahora no se aprecia que los problemas de distribución de gas natural desde Argentina estén teniendo una incidencia significativa en la economía chilena. Sin embargo, no sería raro que los efectos fueran mayores si la escasez de gas natural se agravara a un grado muy superior al que se ha dado hasta ahora.

Por otro lado, es posible que el gasto interno reaccione en forma más intensa y rápida al mejor escenario externo que se prevé para este año y el próximo. El escenario de proyección contenido en este Informe considera que los rezagos que han afectado a la formación bruta de capital fijo en este ciclo se disipan de manera gradual. Sin embargo, no se descarta que una vez que se afiance el escenario externo se produzca un repunte más intenso de este componente del gasto, por ejemplo, volviendo a los patrones observados durante la última década y media, lo que empujaría el crecimiento de la actividad por sobre lo considerado, sobre todo hacia el año 2005. También podría suceder que aun cuando las proyecciones contenidas en este Informe suponen que se mantiene la regla de superávit estructural, se dé dentro de este marco una corrección sustantiva en el precio del cobre de largo plazo con consecuencias de primer orden sobre el resultado macroeconómico.

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

El señor Valdés señala lo siguiente:

OPCIONES

1. En la reunión de política monetaria de abril, el Consejo decidió mantener la tasa de interés de política en 1,75% anual. En esta decisión se consideró que las cifras del sector real afianzaban las proyecciones de crecimiento para el año contenidas en el último *Informe* y que, si bien se mantenía la perspectiva de un aumento gradual de la inflación anual hasta 3% en el horizonte habitual, este proceso podría ser algo más pausado que lo estimado con anterioridad. En este contexto, se comunicó que las condiciones monetarias expansivas pueden extenderse por un tiempo algo más prolongado.
2. Desde la última reunión las principales noticias son las siguientes:
 - La inflación de abril estuvo dentro de lo presupuestado, con un registro de inflación IPC marginalmente por encima del esperado y medidas subyacentes marginalmente menores.



- Se ha consolidado la visión de que la tasa de interés de política en Estados Unidos de América aumentará relativamente pronto, aunque de acuerdo con la comunicación de la Reserva Federal, se haría de manera gradual. Como consecuencia, la tasa de interés del bono del tesoro a diez años ha aumentado aproximadamente 50 puntos base en el último mes. Durante las últimas semanas se ha observado una mayor volatilidad en los mercados internacionales, con caídas de bolsas, aumentos de *spreads* soberanos y depreciaciones de distintas monedas frente al dólar.
 - El precio del petróleo ha aumentado cerca de US\$ 5 por barril en un mes, ubicándose en torno a US\$ 38 en los últimos días. Por su parte, el precio del cobre ha descendido hasta el rango de US\$ 1,20 - US\$ 1,24 por libra, casi 10 centavos menos que los precios que prevalecían hace un mes.
 - En Chile, mientras las tasas de interés reajustables de mediano y largo plazo se han mantenido estables, las tasas nominales a dos y cinco años han aumentado entre 40 y 80 puntos base. Desde la última reunión, considerando el promedio de los últimos tres días en cada caso, el tipo de cambio nominal aumentó 7,5% mientras el tipo de cambio multilateral subió 4,8%.
 - Los datos de actividad de abril estuvieron cerca de medio punto por sobre lo esperado en la reunión anterior. El mejor tono de los datos de actividad y gasto se aprecia tanto en los datos de Cuentas Nacionales para el primer trimestre, incluyendo un crecimiento de la inversión de sobre 6%, como en datos parciales de consumo, por ejemplo en las importaciones y ventas de bienes de consumo durables. A ello se agrega que algunos de los problemas técnicos enfrentados por la minería han sido solucionados. Con todo, los indicadores de expectativas de consumidores y empresarios han seguido disminuyendo mientras el mercado continúa sin mostrar señales de gran dinamismo.
 - Las expectativas inflacionarias de mediano y largo plazo han seguido aumentando paulatinamente y se ubican más cerca del centro del rango meta. Por ejemplo, la compensación inflacionaria a cinco años se ubica sobre 2,5%, aproximadamente 75 puntos base sobre la de hace un mes.
3. Los resultados de los ejercicios de proyección realizados hasta ahora en la preparación del Informe de Política Monetaria de mayo son los siguientes:

Especificación	2003 (efectivo)	2004	2005	Junio 2006
Inflación IPC promedio anual	2,8	0,7	2,5	
Inflación IPC diciembre	1,1	2,0	2,9	2,9
Inflación IPCX promedio anual	2,3	1,5	2,9	
Inflación IPCX diciembre	1,6	1,7	3,1	2,9
PIB	3,3	5,2	5,5	

4. Con los antecedentes revisados, en especial las proyecciones preparadas para el Informe de Política Monetaria, y al igual que en los últimos meses, la opción que aparece como la más plausible en esta reunión es mantener la tasa de política monetaria en su nivel actual.
5. Sin embargo, en esta oportunidad, y en contraste con el mes pasado, la opción de aumentar la tasa de interés está comenzando a ser una alternativa que merece mayor análisis. Considerando que la tasa de interés está claramente por debajo de cualquier medida de tasa neutral, es previsible que ella aumente en algún momento. ¿Puede ser este el momento indicado?



6. Por un lado, hay noticias con las que se podría argumentar a favor de iniciar la normalización de la política monetaria: las sorpresas que dieron tasas de inflación más reducidas que lo proyectado han cesado ya por dos meses y se observan registros mensuales coherentes con el rango meta; el mayor crecimiento de la actividad —con el correspondiente paulatino cierre de holguras— se ha ido consolidando; hay renovadas presiones de costos, y las expectativas de inflación se han recuperado. Al igual que en coyunturas pasadas, no parece razonable exagerar el énfasis sobre el efecto del incremento reciente del tipo de cambio y del petróleo sobre la inflación en el mediano plazo, y por ende sobre las decisiones de política monetaria. Por ahora se espera en el escenario central que estos *shocks* no persistan indefinidamente. En su conjunto, estas noticias ya están incorporadas en las proyecciones de inflación revisadas, las que contienen implícitamente un impulso monetario comparable al que se deduce de la estructura de tasas de mercado. Los resultados ubican la inflación en el centro del rango meta a fines del horizonte de política. Por lo tanto, este no sería el momento indicado. Cabe mencionar, además, que modelos alternativos tampoco muestran proyecciones alejadas del rango meta.
7. El análisis anterior es pertinente para el escenario central de proyecciones. Sin embargo, podría llegarse a una conclusión diferente considerando escenarios de riesgo. Por ejemplo, si el precio del petróleo y el tipo de cambio persistieran en sus niveles actuales la inflación sería más elevada. Ahora bien, a pesar de que en el escenario base se supone una desviación de un paseo aleatorio en algunos precios clave, parece prematuro establecer un balance de riesgos con un signo particular. Específicamente, aunque existe el riesgo de que el precio del petróleo no disminuya como se prevé, tampoco se puede descartar que lo haga a una velocidad mayor. Asimismo, si bien podrían existir presiones cambiarias adicionales en un escenario de alzas más pronunciadas de tasas de interés internacionales, no se puede descartar que ésta resulte más suave que lo que esperan los mercados (por ejemplo, por la reacción reciente que han tenido las bolsas). Más importante, los riesgos que se enfrentan son en su mayoría *shocks* de costos, algunos de los cuales parecen no requerir aún una acción preventiva, ya que dado el nivel en que se ubica actualmente la inflación, existe espacio para esperar tener más información.
8. En esta reunión no parecen haber argumentos como para justificar la opción de disminuir la tasa de interés. Además de que sería una medida completamente sorpresiva, no sería coherente con el escenario base de proyecciones ni con los riesgos que se enfrentan.
9. Finalmente, cabe notar que las noticias acumuladas desde la última reunión han modificado el cuadro macroeconómico. Bajo las nuevas condiciones, es difícil establecer cuánto tiempo pueden extenderse las condiciones monetarias expansivas.

El Presidente señor Vittorio Corbo ofrece la palabra a los asistentes.

El Consejero señor José De Gregorio manifiesta que tiene dos comentarios respecto de lo que se ha señalado en las opciones. En particular, cuando se empieza a discutir el alza de tasa, si se observa la proyección que se presenta en las opciones, en junio del 2006, a finales del horizonte, exacto un mes más allá de éste, las estimaciones tanto de IPCX como de IPC están en un 2,9%, convergiendo pero todavía debajo del 3%. Agrega, que de acuerdo a los comentarios que se efectuaron respecto de los supuestos metodológicos para proyectar la tasa, con un impulso monetario incluso algo mayor que el que efectivamente va a haber, le parece difícil entender que se plantee, dado estos datos, la opción de alza de tasa. Manifiesta, que no le cabe la menor duda que nos iremos acercando a horizontes donde la inflación va subiendo y eso es normal, pero con los datos que hasta ahora se tienen no parece algo que tenga demasiado sustento, y eso, tal vez, tenga que ver con la manera que metodológicamente se están haciendo las proyecciones. Al efecto propone, para más adelante tratar de hacer dos opciones, una simplemente con las tasas de mercado, y suponer que seguimos exactamente lo que el mercado está previendo que va a ocurrir con las tasas y cómo eso repercute. La otra sería tratar de no usar una regla de Taylor pero sí algo que se aproxime más a una regla



óptima. De esta manera se podría tener una discusión, tal vez un poco más objetiva, de lo que puede ser una trayectoria de tasa y cómo nos vamos apartando o no, respecto a esa trayectoria de tasa, según la información que se va recibiendo.

El Gerente de División Estudios, señor Rodrigo Valdés, señala que comparte el comentario del Consejero señor De Gregorio, ya que justamente así es el problema que se enfrenta. Agrega, que ahora se tiene un problema menor que el que se tendría normalmente si la tasa estuviere fija por dos años y la inflación estuviera en 4% o 4,5% de las proyecciones que tenemos ahora. Más aún, señala, como aquí se hace un juicio respecto al crecimiento y también respecto al tipo de cambio real de largo plazo, por lo tanto principalmente a la trayectoria del tipo de cambio, la verdad es que para el escenario central queda un poco redundante la tasa, porque las dos cosas que, básicamente, influyen en las tasas de interés ya las estamos amarrando, entonces tampoco resulta sustancial. Ahora bien, respecto del comentario de las opciones, manifiesta que éstas no son incoherentes, en un escenario de proyecciones, con un impulso monetario que no es muy distinto al del mercado. Por lo tanto, la opción de aumentar la tasa, si bien se está discutiendo, parece no ser la mejor opción hoy día. Pero si se estaría acercando a momentos en que, implícitamente, se está suponiendo que podría aumentar.

El Gerente de Análisis Internacional, señor Sergio Lehmann, hace referencia al balance de riesgos, en particular en lo que se refiere al componente petróleo. Señala, que si bien, para efectos del escenario base, se está considerando una reducción gradual en el precio el año 2004 y el año 2005, el balance de riesgo es más bien negativo, es decir, no se puede descartar que el nivel de precios sea más alto del que se está suponiendo en el escenario base y desde ese punto de vista, el balance de riesgo para la inflación podría presentar un posicionamiento de la inversión algo más alto. Agrega, que ello dependerá, naturalmente, de cómo se resuelven los problemas y los riesgos geopolíticos y cómo evolucionan más hacia delante.

El Gerente de Investigación Económica don Klaus Schmidt-Hebbel señala que las proyecciones centrales para la inflación al consumidor muestran, para las distintas medidas, una gradual convergencia hacia el centro del rango meta, 3,0% anual, a 19 meses plazo (diciembre de 2005), con una probable mantención de la inflación en torno a ese nivel durante el año 2006.

Estas proyecciones están basadas en un supuesto de rápida reducción de dos precios claves durante los próximos 7 meses, hacia sus niveles estimados de equilibrio: el precio del petróleo y el tipo de cambio real y el tipo de cambio nominal.

Primero, la proyección para el precio del petróleo Brent, consistente con muchas proyecciones internacionales, parte con un nivel proyectado de US\$ 35,8 en mayo para converger a US\$ 29,8/b. en diciembre de 2004, muy cercano al nivel promedio de US\$ 29/b. proyectado para el año 2005. Por lo tanto, la correspondiente corrección del precio del petróleo entre ahora y diciembre se proyecta en una caída de 17% respecto del nivel proyectado en mayo, disminución que alcanzaría a un 23% respecto del nivel spot de hoy, de US\$ 38,7/b.

Segundo, el tipo de cambio nominal se proyecta, en consistencia con un modelo de retorno hacia un nivel de equilibrio del tipo de cambio real, desde un nivel promedio de \$ 630 en el actual mes de mayo hasta alcanzar un nivel de \$ 614/US\$ en diciembre de 2004. Ello equivale a una apreciación de 2,5% respecto del proyectado nivel de \$ 630 en mayo o incluso de 4,5% de apreciación respecto del nivel spot de cierre de hoy, de \$ 643/US\$.

De las simulaciones de escenarios de riesgo presentadas por la Gerencia de División Estudios se infiere que, de mantenerse el precio del petróleo y el tipo de cambio nominal en sus niveles alcanzados hoy, la convergencia de la inflación IPC al 3% se produciría un año antes, vale decir, ya en diciembre de 2004.



No obstante lo anterior, coincide con las proyecciones centrales de las variables exógenas y las endógenas resultantes, incluida la proyección central para la inflación. Es muy defendible el enfoque actual aplicado en las proyecciones del Banco, basado en utilizar de cerca las proyecciones de fuentes internacionales para variables internacionales, como el precio del petróleo, y utilizar modelos de comportamiento estructural para algunos precios relativos claves, como el tipo de cambio real.

Sin embargo, dado lo difícil que resulta rechazar empíricamente modelos de camino aleatorio para el comportamiento de corto plazo de los precios de materias primas, activos y monedas, tiende a presentarse un riesgo de proyecciones no trivial cuando las proyecciones de corto plazo de los modelos estructurales difieren fuertemente de los niveles presentes o spot de las variables, como sucede hoy con el precio del petróleo y el tipo de cambio. Por lo tanto, estima que en esta reunión, más que en muchas anteriores, estamos en presencia de un riesgo desbalanceado de inflación mayor que la proyectada en los siguientes 12 meses. Aunque, aceptándose la proyección del escenario central y el hecho que el riesgo constituye un shock de oferta, este riesgo no tiene implicancias para la decisión de política, se podría considerar aludir a este riesgo en las comunicaciones al público.

El Consejero señor Manuel Marfán se refiere a si la proyección del petróleo está con riesgo equilibrado o no, que son los dos comentarios anteriores. Al respecto, quiere señalar que de acuerdo a la información que se proporcionó en la proyección de precios que está contenida en el modelo del Banco Central, éste se encuentra en el rango alto de las proyecciones que realizan diversos analistas. De hecho, salvo el precio de futuro que tiene un componente de tasa de interés importante, la proyección del Banco Central es la más alta de un total de una lista de diez observadores, tanto para el año 2004 como para el año 2005. A lo mejor, señala, el hecho de ya tener ese precio del petróleo marginalmente más alto de lo que están diciendo muchos de estos observadores, ya permite balancear ese riesgo. Respecto a lo del tipo de cambio nominal, cree que es evidente que hubo recientemente una noticia que es el tema del empinamiento de la *yield curve* de Estados Unidos. Lo que uno debiera esperar, como efecto inmediato en ese tipo de eventos, es un sobre ajuste del tipo de cambio nominal, con una convergencia después al nivel en el cual se debiera estabilizar. Cree que sería contraproducente suponer que puede haber un Random Walk desde el nivel que puede ser el punto más alto de un sobre ajuste puramente por estímulo financiero de corto plazo.

El Ministro de Hacienda, señor Nicolás Eyzaguirre, señala que cree que metodológicamente, si bien es útil, no le parece completo sacar una variable y entrar al análisis de equilibrio general a partir del equilibrio parcial. Le parece evidente que si el escenario del precio del petróleo fuera aún peor de lo que se presenta, va a haber muchas otras cosas que van a cambiar. No cree posible pensar en ese escenario de crecimiento mundial, particularmente con lo que acaba de decir el Consejero señor Marfán. Piensa que sin duda alguna que hay una cantidad de otras cosas en el modelo que varían. Cree que es más conducente, si se quiere comenzar a mover varias variables, que se haga en un escenario alternativo, de lo contrario, es cosa de mover una variable que va por un lado, otra que va para otro, y siempre se va a tener riesgos en un sentido o en otro. Similarmente, señala que respecto del tipo de cambio, claramente con el movimiento de la *yield curve* de Estados Unidos, y los datos de cuenta corriente y las diferenciales de crecimiento, parece difícil sostener que estos escenarios macros son consistentes con un camino distinto del tipo de cambio.

El Gerente de División Internacional complementando su intervención anterior, respecto del precio del petróleo señala que, para un conjunto de bancos de inversiones las proyecciones para el año 2004 son de un precio de US\$ 29 por barril y para el año 2005 de US\$ 26 por barril, comparado con US\$ 32 por barril y US\$ 29 por barril que se está proyectando en este informe. Cree que a lo mejor ello se debe a que las proyecciones creadas por analistas son muy antiguas y no consideran datos más recientes, pero cuando se miran los datos últimos se observan proyecciones de cifras que son levemente por debajo de lo que se está presentando aquí.

4



El Consejero señor De Gregorio consulta si las cifras señaladas son las más actualizadas respecto a las proyecciones del petróleo.

El señor Jadresic responde a la consulta que ellas son las más actualizadas del J.P. Morgan Chase de fecha 12 de mayo, que entrega cifras de US\$ 28,7 por barril para este año y US\$ 26 por barril para el próximo año. Tiene cifras del 7 de mayo del Scotiabank de entre US\$ 31 por barril y US\$ 32 por barril para este año y US\$ 27 por barril para el próximo año. Ahora, quiere agregar que lo que entregan los mercados futuros es un promedio de escenarios alternativos en relación al precio del petróleo, y eso captura en la práctica escenarios que pueden ser de precios muy altos en caso de que se materialicen los riesgos geopolíticos y atentados terroristas.

Agrega el señor Jadresic que lo que cree que sí es relevante destacar respecto al precio del petróleo, que se introduce un riesgo negativo en términos del escenario internacional y que tiene implicancias también internamente.

El Gerente General, señor Camilo Carrasco manifiesta su preocupación por los comentarios que se han escuchado, en el sentido de insinuar lo que debería ir en el comunicado. Aparentemente cree que se está de acuerdo que mantener la tasa es la opción, pero habría cierto énfasis distinto en cuanto al comunicado. Señala su temor a que el Banco Central aparezca moviéndose demasiado rápido de un mes a otro, con datos tan parciales como los que se presentan ahora. Piensa que lo que pasó con los mercados mundiales, como consecuencia de una interpretación del discurso del Presidente de la Reserva Federal se puede revertir perfectamente. Agrega que se ve tal volatilidad, que la posibilidad que se revierta es al menos igual a que esta situación se mantenga, cree, entonces que se debe tener un poco más de prudencia, considerando la información tan de corto plazo que se posee. Señala el señor Carrasco, que modificar la instancia y el mensaje que se entregó hace apenas treinta días le parece algo arriesgado.

El Gerente de División Política Financiera, señor Luis Oscar Herrera señala que está de acuerdo con la prudencia y la oportunidad. Cree que el conjunto de noticias que se tienen son coherentes con un escenario donde la actividad mundial, las perspectivas de crecimiento, los riesgos inflacionarios en distintas partes del mundo, en distintas economías son mayores.

El Consejero señor José De Gregorio señala, que no se ha comentado pero al menos hay que dejarlo registrado en términos de los riesgos, porque hoy día si bien hay muchas cosas que se han resuelto, se está en un mundo de mayor riesgo. Existen riesgos económicos, pero también riesgos geopolíticos no menores, está la situación en Medio Oriente cada vez más preocupante. Por lo tanto también es necesario un llamado a la cautela en términos de empezar a valorar o a tratar de asignarle ciertas probabilidades a riesgos que cree que están presentes.

El Consejero señor Jorge Desormeaux señala que comparte el comentario del Gerente de División Política Financiera, y cree que evidentemente se tiene que ser muy prudente, eso es una realidad, pero eso no significa que no se pueda dejar de tomar en cuenta que ha habido un cambio sustancial en el escenario central, en el escenario base. En treinta días hemos tenido un alza de 5 dólares en el precio del petróleo, hemos tenido un alza de 7,5 puntos en el tipo de cambio, y por más que algo de esto se pueda revertir como se ha planteado, este es un cambio sustancial y no es una oscilación cíclica más, de manera que mantener el discurso de la reunión de política monetaria anterior en el comunicado sería equivalente a desconocer esta realidad y cree que eso no corresponde porque se podría estar confundiendo al mercado. Estima que tiene que darse una señal muy prudente que aquí ha cambiado el escenario.



El Presidente señor Vittorio Corbo señala que antes de efectuar la votación de los miembros del Consejo hay que tomar en cuenta, como lo decía el Consejero señor Desormeaux, que desde la última reunión ha habido cambios importantes, y estos cambios aunque tienen también efecto en la actividad, el aumento del precio del petróleo, especialmente la parte internacional, los efectos en la inflación son mucho más de primer orden, entonces la pregunta que queda es cuán transitorio es esto. Señala el señor Presidente que la pregunta es qué va a haber que conservar, pero se necesita más tiempo para ver eso. En general, señala que hay que ser muy prudentes porque hay cambios importantes, sin ninguna duda, pero tampoco se sabe su duración, entonces cree que en casos como éstos, tal como decía el Consejero señor De Gregorio, también, se tomaron decisiones de mucho coraje en diciembre y enero y tuvimos resultados que fueron en la dirección correcta. Ahora señala el señor Presidente, se debe tener mucho cuidado en mantener este capital, y parte de este capital también se pierde si uno no reconoce que en los últimos treinta días ha habido un cambio notable, pero todavía es muy pronto y se puede pensar que ese cambio puede ser transitorio. Ese es el escenario central que se presenta por ahora y que vamos a seguir observando. De este modo estima que prudencia es lo que corresponde en este caso.

El Presidente señor Vittorio Corbo ofrece la palabra para proceder a la votación.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que desde la anterior reunión de política monetaria, los aspectos más relevantes que han cambiado para efectos de nuestra decisión de hoy, son el aumento del precio internacional del petróleo a niveles cercanos a los de la guerra del Golfo, la depreciación del peso de los últimos días y una mayor certeza de que la Reserva Federal iniciará pronto un ciclo de normalización de sus tasas de interés. A lo anterior cabe agregar que con la información parcial disponible hasta la fecha, es probable que la inflación que se registre durante mayo sea la más elevada del año 2004. Un análisis equivocado de esta información pudiera hacer pensar que el ciclo de normalización de la inflación chilena es inminente y que por lo tanto también correspondería normalizar la tasa de política monetaria relativamente pronto. A su juicio, señala que esa sería una conclusión prematura. En efecto, es evidente que el actual precio internacional del petróleo está significativamente por sobre el nivel de largo plazo, aunque se trata de un mercado que funciona de manera especial, y que es sensible a un cuadro geopolítico cuya evolución es difícil de predecir en el corto plazo, proyectar que se mantendría el elevado precio actual en el horizonte habitual de política sería un escenario extremo. El escenario más probable es el de una normalización del precio internacional del petróleo. Por lo mismo, las presiones inflacionarias derivadas de la actual coyuntura de ese mercado debieran tender a disiparse. También la evolución reciente del tipo de cambio es un fenómeno intrínsecamente financiero y no hay fundamentos del sector real que sustenten un peso tan depreciado. Se trataría por lo tanto, de un fenómeno transitorio propio de procesos de sobre ajustes de corto plazo que se derivan de noticias de tipo financiero. El escenario de mediano plazo más probable debiera considerar un realineamiento del tipo de cambio real a un nivel consistente con sus fundamentos reales. Al igual que en el caso del precio del petróleo, la evolución reciente del tipo de cambio reflejaría más bien un fenómeno transitorio que debiera también tender a disiparse. En términos generales, ni un aumento transitorio del precio del petróleo, ni una depreciación transitoria del peso afectarían significativamente la inflación subyacente, sin embargo, puede constituir un problema que esos fenómenos transitorios coincidan con un registro de inflación relativamente elevado en mayo, especialmente si el mercado hace una mala interpretación de esa coincidencia, elevando las expectativas de inflación. Por ello, es importante que el Banco Central reafirme su política actual, mientras no exista certeza de que la inflación subyacente ya ha iniciado un ciclo de normalización, aunque habrá que continuar evaluando la coyuntura, esa certeza parece aún lejana. El accionar del Banco debe reflejar esa lejanía y guiar las expectativas de manera de desenredar fenómenos transitorios de las tendencias de mediano plazo. El único elemento más estable de las noticias recientes es el eventual aumento de las tasas de interés en los Estados Unidos, aunque se prevé que será gradual. El impacto sobre las decisiones de política económica en Chile sin embargo, no es mecánico. No lo fue en el anterior ciclo de reducción de tasas donde el Banco Central de Chile no se alineó con la tendencia mundial sino hasta tener certeza de que la inflación de mediano



plazo estaba por debajo del piso del rango meta. De la misma manera, la normalización de la tasa de política monetaria no debe iniciarse sino hasta tener certeza de que se inició la normalización de la inflación subyacente en el horizonte habitual de políticas. En este sentido, no parece correcto adelantar un eventual aumento de la tasa de política monetaria por razones puramente preventivas, ya que el costo de equivocarse sería significativamente más elevado que el beneficio de acertar.

Por las razones anteriores, el Consejero señor Marfán reitera su voto por mantener la tasa de política monetaria en su nivel actual, de 1,75% y que, de no mediar sorpresas que alteren la actual tendencia de mediano plazo, ese nivel debiera mantenerse durante un período más prolongado que lo que se percibía hace algunos meses.

El Consejero señor Jorge Desormeaux, señala que comparte la visión que ha presentado el Departamento de Estudios sobre la coyuntura. Agrega que, con estos antecedentes, la inflación proyectada converge gradualmente al centro del rango meta. Por lo mismo, la opción de mantener la tasa de interés de política monetaria en su nivel actual de 1,75% parece lo más prudente. Esto permite esperar a tener más información amparados en el hecho de que el aumento reciente de la inflación es fruto de presiones de costo que se espera al menos en parte, se reviertan en el futuro. Dichas presiones tienen además efectos de carácter transitorio sobre la inflación. Un segundo hecho que se agrega a lo anterior es que la inflación esperada, que es el principal determinante de la inflación, aún se encuentra bajo el 3%, aunque levemente. Pero no cabe duda que se acerca el momento en que debe comenzarse a normalizar el estímulo monetario que hoy día es muy amplio. Ello puede verse acelerado si en los próximos meses, en lugar de reducirse los niveles del tipo de cambio y el petróleo, persisten en sus actuales niveles por un período más largo de lo previsto. Del mismo modo la normalización de las tasas de interés en los Estados Unidos puede ser más rápida de lo esperado, lo que puede traducirse en una depreciación del peso superior a la que prevé el informe de Estudios. Esta realidad es dramáticamente distinta a la que se observó hace 30 días atrás y aún cuando se ha discutido aquí que ello puede tener un cierto grado de transitoriedad, cree que esta información es importante y debe ser transmitida a la comunidad.

En consecuencia, el Consejero señor Desormeaux indica que su votación es mantener la tasa de política monetaria.

La Consejera señora María Elena Ovalle manifiesta que se ha visto en la presentación de la División de Estudios, que el escenario externo relevante para Chile ha mejorado más allá de lo proyectado a principios de este año. Se han consolidado las perspectivas de mayor crecimiento en Estados Unidos de América donde se aprecia, entre otros, un mayor ritmo en la creación de empleos y, al mismo tiempo, un repunte de la inflación, lo que ha llevado a esperar que la tasa de interés de política aumente relativamente pronto, aunque de acuerdo a la comunicación de la Reserva Federal, ello sería gradual. Como consecuencia de lo anterior, la tasa de interés del bono a 10 años ha aumentado 50 puntos bases en abril y se ha observado una mayor volatilidad en los mercados internacionales, con caídas en bolsas, aumentos de spread soberanos y depreciaciones de distintas monedas frente al dólar.

El ritmo que ha mostrado la economía chilena continúa acorde con nuestro escenario previsto. Los datos de actividad de abril estuvieron por sobre lo esperado, lo que afianza una expansión de 4,5% o más para el primer trimestre del año, el crecimiento de la inversión ha sido por sobre el 6% y los problemas técnicos enfrentados por la minería han sido solucionados. Sin embargo, como ya se ha planteado en varias ocasiones en esta reunión, la evolución reciente de precios claves tiende a introducir un escenario inflacionario distinto al de la reunión pasada. El precio del cobre ha retrocedido, el tipo de cambio nominal desde la reunión de abril aumentó 7,5% considerando el promedio de los últimos 3 días en cada caso, y el precio del petróleo ha estado cerca de los US\$ 40, lo que ha introducido presiones inflacionarias adicionales que probablemente se reflejarán en el IPC de mayo. Pese a ello, no se descarta que estos movimientos tengan un carácter transitorio, por lo que no se debe



exagerar su efecto sobre la inflación en el mediano plazo. Por ahora, en nuestro escenario central, no se espera que estos shocks persistan indefinidamente, además, que en su conjunto, estas noticias ya están incorporadas en las proyecciones de inflación realizadas. Estos resultados ubican la inflación en el centro del rango meta a fines del horizonte de política, lo que también es confirmado por modelos alternativos y por las expectativas inflacionarias privadas de mediano y largo plazo. La Consejera señora María Elena Ovalle no puede dejar de mencionar que, en contraste con la reunión anterior, la opción de aumentar la tasa de política está comenzando a ser una alternativa cierta a considerar, dado que su nivel actual está claramente por debajo de cualquier tasa neutral.

Finalmente, señala que es muy importante destacar, que los riesgos que se enfrentan son en su mayoría shocks de costos, algunos de los cuales parecen no requerir aún una acción preventiva, dado el nivel en que se ubica hoy la inflación, lo que da un espacio para esperar a tener más información. Lo que sí ve difícil, en esta ocasión, es dar una idea de tiempo sobre la extensión de las actuales condiciones monetarias expansivas, lo que se debe considerar cuidadosamente en nuestro comunicado a la opinión pública.

Dado los antecedentes que disponemos, la Consejera señora Ovalle consideró que lo más razonable en esta ocasión es mantener la tasa de política monetaria.

El Consejero señor De Gregorio señala que el antecedente más importante que llama la atención dada todas las noticias que se han tenido en la presente reunión es que el escenario base la inflación de aquí hasta fines del periodo de proyección estará prácticamente todo el tiempo por debajo del 3% y recién a finales del horizonte de proyección estaría en 2,9%, todo esto es, incorporando todos los antecedentes de las noticias más recientes. Por lo tanto, eso lo lleva a la conclusión de que se debe mantener la tasa de interés. Sin embargo, no debe desconocerse que existen mayores riesgos, que es lo que se ha estado discutiendo en la sesión de hoy día, en materia inflacionaria, mayores que los que se había visto en la reunión de política monetaria anterior. Por eso cree que lo más oportuno en esta oportunidad es no hacer ninguna declaración del sentido futuro de las tasas, y que menos aún se debería anticipar temores o riesgos inflacionarios. Cree que, en esta oportunidad, la mejor señal de cautela que se puede adoptar es, simplemente, el silencio.

Por consiguiente, su voto es por mantener la actual tasa de política monetaria.

El Presidente don Vittorio Corbo señala que la evidencia presentada por la Gerencia de Estudios muestra que la economía sigue en una fase expansiva empujada por el favorable entorno externo y por una política monetaria expansiva. Este proceso debiera llevar paulatinamente a un estrechamiento en la brecha de producto y a menores tasas de desempleo y, en el proceso, a un aumento más sostenido en la inflación. Este escenario, de continuar materializándose, va a requerir de un retiro gradual del pronunciado estímulo monetario actual.

En lo que se refiere al entorno externo, en Estados Unidos de América el alto crecimiento comienza ahora a crear también una fuerte expansión en el empleo, lo que ha llevado a la Reserva Federal (y también a los mercados financieros) a cambiar su tono y dejar entrever que la inflación debiera comenzar a normalizarse, haciendo necesario comenzar a reducir gradualmente el fuerte estímulo monetario existente. El anticipo de aumento de tasas en Estados Unidos de América -motivado por la fuerza de la recuperación- y el fuerte aumento registrado en el precio del petróleo -por el agudizamiento de los problemas geopolíticos en el Medio Oriente- impactan negativamente a los mercados financieros y aumentan su volatilidad.



En cuanto al comportamiento de la inflación en el corto plazo, los aumentos en el precio del petróleo y la depreciación repentina del peso pueden tener un importante componente transitorio y, por lo tanto, debieran tener efectos también transitorios en la inflación los que deberían disiparse con el correr de los meses. Sin embargo, va a ser necesario seguir observando el comportamiento de estos dos precios claves para dimensionar sus efectos en la inflación. Incluso si estos aumentos recientes se tornan más duraderos, sus efectos deberían manifestarse principalmente en un salto de una vez en el nivel de precios y no en la tasa de inflación. Esto es así mientras las expectativas de inflación no se alejen del centro del rango meta.

Por todo lo anterior, una vez más, el curso de política más adecuado es mantener la tasa de interés en su nivel actual hasta que se tenga un panorama más definido de la duración e intensidad de los shocks recientes y de la velocidad de reducción de las holguras aún presentes.

Sometidas a votación las opciones presentadas, los señores Consejeros manifiestan su decisión de mantener la tasa de interés de política monetaria en 1,75% anual.

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

62-01-040513 – Tasa de Política Monetaria.

Se acuerda mantener la tasa de interés de política monetaria en 1,75% anual. Los tramos de la línea de crédito de liquidez se mantienen también en 1,75% anual.

Se retira de la Sesión 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 1,75% anual.

El escenario externo relevante para Chile continúa siendo muy positivo, pese a la mayor volatilidad observada en los mercados financieros y al aumento del precio internacional del petróleo. De otra parte, las cifras más recientes de actividad y de gasto interno reafirman el panorama de gradual aumento del crecimiento esperado para este año. Asimismo, se espera que la inflación anual del IPC continúe en una progresiva convergencia a 3% durante el horizonte habitual de 24 meses. Ello, sin perjuicio de que en el futuro próximo la inflación mensual pueda exhibir fluctuaciones significativas, producto de la mayor volatilidad del precio de los combustibles y del tipo de cambio.

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.”



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 62
Política Monetaria
13.05.2004

16.-

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 18,00 horas.

JOSE DE GREGORIO REBECCO
Vicepresidente

VITTORIO CORBO LIOI
Presidente

JORGE DESORMEAUX JIMENEZ
Consejero

MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera

MANUEL MARFAN LEWIS
Consejero

NICOLÁS EYZAGUIRRE GUZMÁN
Ministro de Hacienda

JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR
Ministro de Fes(S)