



ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION DE POLITICA MONETARIA N° 67
Celebrada el 7 de septiembre de 2004

En Santiago de Chile, a 7 de septiembre 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, 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 Información e Investigación Estadística, don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Comunicaciones, 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 marzo de 2005.

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de marzo de 2005, para el día 10 de ese mes.

II. Exposición.

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

La economía chilena ha continuado fortaleciéndose, en línea con lo esperado en el último *Informe de Política Monetaria*, apoyada por un favorable entorno externo y condiciones financieras en Chile, que reflejan el sostenido impulso de la política monetaria. La trayectoria de la inflación subyacente, que ha seguido hasta ahora aproximadamente dentro de lo previsto, se espera se ubique ligeramente sobre 3% hacia fines del horizonte de proyección, debido principalmente al persistente cierre de holguras. Con relación a la evolución de la demanda, el entorno externo sigue siendo favorable, y los mayores términos de intercambio, junto con una recuperación de la inversión más robusta que lo previsto compensan el menor impulso sobre el



consumo que tendría en el corto plazo el alto precio del petróleo. Este incremento en el precio del crudo en los mercados internacionales se debe a condiciones de inusitada estrechez entre oferta-demanda de crudo y riesgos al suministro. Este escenario, considerado dentro de los riesgos en el Informe de Política Monetaria de mayo, está incidiendo en Chile sobre todo en una mayor inflación del IPC, la que se espera se acerque a 3% anual hacia fines de este año, llegando hasta cifras entre 3% y 3,5% durante parte del 2005, para luego descender hasta tasas por debajo de 3% hacia fines del horizonte habitual de proyección, 24 meses. En este contexto, el Consejo estimó apropiado reducir moderadamente el marcado impulso monetario prevaleciente.

Se espera que los socios comerciales de Chile, luego de expandirse en promedio en torno al 5% durante el 2004, moderen su crecimiento a tasas del orden de 3,5% anual durante el próximo año, lo que supera de todos modos el promedio de las últimas décadas. La consolidación de un vigoroso crecimiento mundial, las turbulencias en el Medio Oriente y la incapacidad de la OPEP de incrementar su producción se han manifestado en mayores precios efectivos y esperados para el petróleo. Así, en el escenario base se espera que el precio del crudo *Brent* se ubique en torno a US\$ 37 por barril este año y US\$ 34 el próximo, tendiendo a US\$ 28 solo en el largo plazo, cifras que se ubican en promedio bastante por encima de lo proyectado en el último Informe de Política Monetaria. A pesar de ello, los términos de intercambio para Chile continúan altos, gracias a precios de exportación —en particular del cobre— por sobre los previstos hace unos meses. En la actualidad se espera un precio promedio de la libra de cobre de US\$ 1,26 para este año y US\$ 1,15 para el próximo. Las condiciones de financiamiento externo de las economías emergentes continúan siendo muy favorables, aún cuando cabe esperar que los premios soberanos aumenten levemente en coherencia con la normalización del impulso monetario en las principales economías.

En Chile, el impulso expansivo de la política monetaria ha continuado propagándose a través de los diversos canales financieros. Los créditos destinados a los hogares, consumo y vivienda, han continuado acelerando su ritmo de crecimiento, al tiempo que su tasa de interés se ha reducido. Los créditos bancarios dirigidos a empresas, que hasta principios de año se encontraban relativamente rezagados, han mostrado una aceleración de su crecimiento, especialmente aquéllos de montos intermedios y grandes, en forma coincidente con el repunte de la inversión. Otras alternativas de financiamiento dirigidas a empresas menores, como *leasing* y *factoring*, también muestran un mayor dinamismo. En el mercado de renta fija, las tasas de interés de largo plazo se han mantenido relativamente estables, e incluso han presentado una leve disminución desde mayo a la fecha. Las empresas de mayor tamaño han continuado colocando bonos y efectos de comercio en el mercado local, y algunas de éstas han aprovechado la favorable evolución de los precios accionarios para realizar nuevas emisiones de acciones. En lo que respecta al dinero y otros pasivos monetarios, los diversos agregados muestran, después de varios años, una aceleración simultánea de sus tasas de expansión.

Desde mayo y hasta hace algún tiempo, el peso permaneció en un nivel algo más depreciado de lo que estaba implícito en las proyecciones del Informe de Política Monetaria anterior. Esta depreciación coincidió con una reacción similar de los precios de otras monedas y activos de países emergentes, ante la posibilidad de un aumento más rápido de las tasas de interés en Estados Unidos de América. Más recientemente, estos movimientos se han revertido ante la moderación de estas expectativas. En todo caso, se estima que el valor del tipo de cambio real coherente con los niveles de largo plazo de sus variables fundamentales continúa siendo algo inferior al que actualmente se observa.

La economía chilena sigue acomodando bien las implicancias del actual entorno macroeconómico, lo que incluye un aumento —transitorio en parte— de los términos de intercambio. Ello se aprecia en mayores tasas de crecimiento del gasto interno, junto con una sustancial mejora de las cuentas externas.



En este sentido, la dinámica del ingreso disponible privado, una de las variables más relevantes para la trayectoria del consumo, se ha visto principalmente afectada por el incremento del precio de los combustibles —mientras que el mayor precio del cobre tiene incidencia principalmente en el ingreso del sector público y en el pago a factores extranjeros—, lo cual incide especialmente en los hogares con acceso restringido al crédito. Lo anterior lleva a anticipar que, de no observarse una caída significativa en el precio del petróleo, durante el segundo semestre de este año las cifras de consumo no continuarán con la dinámica de aceleración observada en los últimos trimestres, condición que ya se aprecia en algunas de consumo durable.

Aunque las cifras de desocupación del Instituto Nacional de Estadísticas para el primer semestre mostraron un incremento más allá de su habitual estacionalidad, por ahora no es evidente que en su conjunto la información del mercado laboral sea incoherente con el mayor ritmo de crecimiento económico y el nivel de los costos laborales. El incremento de la desocupación y el relativo estancamiento del empleo total nacional, medido por el Instituto Nacional de Estadísticas, se asocian básicamente a un menor empleo por cuenta propia y a menores niveles de ocupación en la agricultura. Por el contrario, el empleo asalariado —sustancialmente más sensible al ciclo económico que el empleo por cuenta propia— está mostrando tasas de crecimiento anuales no observadas desde hace varios años. Este comportamiento del empleo asalariado se aprecia en otras mediciones, tales como el número de afiliados a la Asociación Chilena de Seguridad y el índice de vacantes. La encuesta de la Universidad de Chile, en tanto, da cuenta de un panorama del mercado laboral más positivo.

Así, más allá del efecto que tenga la trayectoria del precio de los combustibles sobre el consumo privado, efecto incorporado en las perspectivas de este Informe de Política Monetaria, no se espera que a raíz del actual comportamiento del mercado laboral el gasto de los hogares muestre señales de debilidad adicionales que induzcan una desaceleración más sustantiva y persistente de la actividad interna hacia el 2005 y 2006. Esta materia, en todo caso, debe monitorearse con particular cuidado en los trimestres venideros.

El gasto público sigue enmarcado en la regla de superávit estructural, mientras que los ingresos han aumentado de manera relevante por la mejora en el precio del cobre y el repunte de la economía. En su conjunto, estos desarrollos producen un incremento en el ahorro público, esperándose que la tasa de ahorro nacional durante este año sea un par de puntos superior a la observada en años anteriores. Hacia el 2005, las proyecciones contenidas en este *Informe* suponen que se mantiene la regla de superávit estructural, incluyendo la revisión reciente de parámetros para el crecimiento de tendencia y el precio del cobre de largo plazo.

En tanto, durante el segundo trimestre de este año la inversión retornó más rápido de lo previsto a una senda coherente con el impulso macroeconómico, caracterizado por buenas condiciones externas y una política monetaria expansiva. En particular, las importaciones de bienes de capital se encuentran en la actualidad en los niveles más elevados desde 1998, mientras que la información de la Corporación de Bienes de Capital revela expectativas más favorables hacia delante. Esto es coherente con otras medidas de expectativas y con la rentabilidad corporativa, sobre todo de empresas orientadas a los mercados externos. Esto, junto con una tendencia de crecimiento de la inversión superior a la del 2003, se anticipa que este año la tasa de inversión en moneda constante respecto al PIB alcance a 24%, la mayor de los últimos cinco años.

Las exportaciones e importaciones han estado creciendo a tasas por sobre lo esperado en mayo. En el caso de las primeras, su valor esperado anual supera los US\$ 30 mil millones, con un saldo comercial positivo importante. De esta manera, se espera que este año el superávit en cuenta corriente alcance entre 2,5% a 3% del PIB, superior a lo previsto hace algunos meses. Los volúmenes exportados e importados también mantienen un importante dinamismo, en particular los industriales y mineros, aunque estos últimos han sido afectados de manera



transitoria en su crecimiento por los importantes incrementos de capacidad productiva y la reducción de existencias de las empresas del sector.

En el segundo trimestre del año, la actividad industrial continuó creciendo a un ritmo del orden de 5% anual. Este mayor dinamismo obedeció tanto al desenvolvimiento de sectores productores de bienes de consumo desde mediados del año pasado como a mejores resultados en sectores ligados a recursos naturales, especialmente pesca y celulosa. En el segundo trimestre, la actividad de la minería creció por debajo de lo esperado, aunque por factores que se estiman transitorios. Es destacable que la restricción de gas natural proveniente de Argentina entre junio y agosto ha sido casi 40% menor que la considerada en el Informe de Política Monetaria de mayo, y en lo más reciente virtualmente ha desaparecido.

De esta manera, la economía se encamina a una tasa de expansión del PIB entre 5% y 5,5% durante este año, con un crecimiento del gasto interno algo mayor que el del PIB. Hacia el 2005, varios factores se conjugan para determinar el panorama de crecimiento. En primer lugar, el ritmo de recuperación mundial se atenuará de cierta forma, después del fuerte repunte durante este año. En segundo lugar, la persistencia del precio del petróleo *Brent* en niveles más elevados, como los considerados en las proyecciones de este Informe de Política Monetaria, incidirá en torno a medio punto porcentual en el crecimiento agregado entre este año y el próximo, fundamentalmente por su impacto en el consumo. En tercer lugar, se estima que el impulso de las condiciones monetarias expansivas continuará incidiendo en las decisiones de gasto privadas. En cuarto lugar, la normalización de la inversión reafirma el escenario macroeconómico de crecimiento sostenido. De esta manera, es esperable que en el curso del próximo año la economía chilena alcance tasas de expansión de entre 4,5% a 5,5%, con un crecimiento del gasto interno en torno a un punto por encima de esas cifras. Este escenario de crecimiento no es muy distinto del esperado en distintas proyecciones privadas, incluyendo la encuesta de expectativas del Banco Central y las de analistas reportados en *Consensus Forecasts*. El saldo de la cuenta corriente se espera que sea algo más superavitario que lo previsto, gracias al repunte algo mayor del ahorro nacional *vis-à-vis* la inversión, de lo que se desprende un superávit de cuenta corriente entre 2,5% y 3% del PIB para este año y 1% del PIB para el próximo. Ello es coherente con un elevado saldo comercial, en torno a US\$ 9 mil millones este año y entre US\$ 6 y US\$ 7 mil millones el próximo.

Para la realización de estas proyecciones se consideró una trayectoria de tasas de interés que tiene asociado un impulso monetario que declina gradualmente en los próximos años, de manera coherente con el logro de la meta de inflación centrada en 3% y que es comparable a la trayectoria que se deduce de los precios de activos financieros. Por otro lado, se considera en el escenario base una leve apreciación del tipo de cambio en los próximos dos años, desde los niveles observados en los últimos diez días. Estos supuestos de trabajo son coherentes con la situación actual y esperada de la coyuntura con la información disponible al momento de realizarse este Informe de Política Monetaria, pero no constituyen un compromiso sobre la trayectoria futura de la política monetaria. Factores como la propia evolución de la inflación, del crecimiento, y de algunos precios claves, irán modificando las proyecciones de inflación en el horizonte habitual de política y, de esa manera, el curso de la política monetaria.

Las perspectivas para el crecimiento de tendencia de la economía chilena se han mantenido. Las preocupaciones expresadas hacia principios del 2003, en términos de que la productividad total de factores y la productividad del trabajo mostraban tasas de crecimiento muy débiles o incluso caídas, se han tendido a despejar. Específicamente, el fuerte incremento de la ocupación por cuenta propia observado en el 2003, que contaminó las mediciones de productividad, fue efectivamente un fenómeno transitorio. Adicionalmente, el repunte de la inversión y el componente cíclico de la productividad total de factores debiesen favorecer un incremento de la tasa de expansión de la capacidad productiva en el corto plazo. De esta manera, se espera que en el curso de los próximos dos años el crecimiento de tendencia de la economía chilena transite desde cifras en torno a 4% hasta cifras algo menores a 5%. No se espera que el incremento del precio de los combustibles en los mercados internacionales tenga



una incidencia relevante en la evolución de la capacidad productiva en el corto plazo. Así, las holguras de capacidad prevalecientes debiesen disiparse progresivamente.

Este proceso de cierre de brechas de capacidad, acompañado de una gradual disminución de las tasas de desocupación, es uno de los elementos centrales que subyace las proyecciones de inflación de mediano plazo de este Informe de Política Monetaria. También influye, de manera decisiva, lo que sucederá con los costos laborales. En la actualidad, se espera que la inflación subyacente IPCX1 continúe aumentando a un ritmo similar al que se ha visto en el transcurso de este año. En efecto, desde mayo a la fecha, los distintos indicadores de inflación y sus medidas subyacentes dan cuenta del fin del período de inflación indeseablemente bajo, y de un proceso de retorno al rango meta. La variación del IPCX1 ha aumentado a un ritmo algo menor al esperado en el Informe de Política Monetaria anterior, pero los indicadores de tendencia muestran, de todas maneras, un incremento de la inflación, tanto excluyendo efectos estacionales como a través del cálculo de medias podadas. De esta forma, se ha terminado de disipar el riesgo relevante, identificado a fines del año pasado, de que la inflación sea indeseadamente baja por un tiempo prolongado.

En lo más reciente, las principales novedades han provenido del efecto sobre inflación del IPC del fuerte incremento del precio de los combustibles, el que incidirá en aproximadamente un punto de mayor inflación para fines de este año. Aunque en principio, estas noticias corresponden a *shocks* de costos, con efectos de una sola vez en los precios, debido a la magnitud y persistencia del mayor precio del petróleo la trayectoria de la inflación tendrá un incremento hacia principios del próximo año, respecto de lo proyectado hace algunos meses atrás.

En primer lugar, debido a los mecanismos de reajustabilidad salarial y de otros precios, parte de los mayores registros inflacionarios del IPC se traspasarán de manera gradual a los costos y algunos precios específicos. Aunque la productividad del trabajo sigue en una senda de mayor crecimiento, en su conjunto se estima que hacia el 2005 y 2006 se apreciarán mayores presiones por el lado de los costos laborales unitarios. En segundo lugar, el mismo incremento de los costos importados, debido al mayor precio de los combustibles y, en general, a las mayores cifras de inflación mundial previstas para esos años, también contribuirán a incrementar directamente las presiones de costos subyacentes. Finalmente, los márgenes de comercialización han dejado de comprimirse, e incluso, en algunos componentes más vinculados con las condiciones internas de oferta y demanda, se aprecia una recuperación desde principios de año, la que se espera que continúe.

Más allá de la persistencia efectiva que tenga el incremento del precio del petróleo, la magnitud de su propagación a inflación subyacente deberá ser monitoreada con cuidado en los trimestres venideros. En efecto, dicha magnitud depende del grado de indización efectiva que muestren las remuneraciones nominales a la inflación pasada *vis-a-vis* la inflación esperada, así como de la capacidad de adaptación de los márgenes del comercio frente al mayor precio de los combustibles. En el escenario de proyección contenido en este Informe de Política Monetaria se considera que en la actualidad la economía chilena muestra algún grado menor de indización con relación al pasado y que los márgenes pueden absorber de manera transitoria parte de los mayores costos importados.

De esta manera, la inflación del IPCX1 promediará en el horizonte de proyección en torno a 3%, mientras que la inflación del IPCX y del IPC alcanzarán algo menos que 3% anual. Esto es consistente con una convergencia de la tendencia inflacionaria del IPCX1 desde las actuales tasas instantáneas del 2% hasta cifras por encima de 3,5%, que luego tenderán gradualmente a 3% en el curso del 2005 y 2006. Esta evolución de la inflación, anclada en 3%, resulta de proyecciones consistentes con los diversos supuestos del escenario base, en particular el referido a la trayectoria del impulso monetario y la propagación acotada del incremento del precio de los combustibles a inflación subyacente. Adicionalmente, como supuesto de trabajo no se ha incorporado el eventual efecto de la reducción de jornada, pues no se dispone de



información que sea indicativa respecto de la manera como el sector productivo se ha ido preparando o como reaccionará frente a esta modificación legal.

La inflación esperada que se deduce de la encuesta de expectativas del Banco Central de Chile y de *Consensus Forecasts*, y la compensación inflacionaria implícita en los diferenciales de tasas nominales y reajustables se encuentra en o por debajo de 3% anual a diversos plazos.

Aunque las condiciones siguen siendo favorables, la economía continúa sujeta a escenarios de riesgo que pueden llevar a que la inflación y el crecimiento de la actividad difieran de los presentados en el escenario base de este Informe de Política Monetaria. Por un lado, en el entorno externo destaca la incertidumbre respecto de la evolución tanto de corto como de largo plazo del precio del petróleo, la que se vincula a fenómenos difícilmente predecibles, tales como turbulencias en el Medio Oriente y eventuales aumentos futuros en capacidad de producción. Además, el impacto de la trayectoria supuesta del precio del petróleo puede ser más intensa sobre el ritmo de actividad global y/o la inflación en las principales economías, con implicancias sobre política monetaria en el mundo desarrollado que no son fáciles de prever. Adicionalmente, los desequilibrios macroeconómicos entre las principales economías han persistido, a pesar del movimiento de paridades de los años recientes, lo que mantiene vigente la posibilidad de ajustes bruscos que introduzcan grados de volatilidad adicionales en los mercados financieros internacionales. En particular, los riesgos para el escenario central se podrían ver amplificados por una sobre-reacción de los agentes ante un ciclo inesperadamente más pronunciado al alza de tasas en Estados Unidos de América, afectando de manera más significativa aquellas economías emergentes más endeudadas.

Por otro lado, con relación a la actividad interna, los riesgos más destacables se relacionan con la forma como el consumo y la inversión sigan evolucionando en el corto plazo. Por un lado, hasta ahora se ha considerado que la incidencia del mayor precio de los combustibles sería limitada en el consumo, y que la evolución reciente del mercado laboral no introduce riesgos en las expectativas de los hogares. Ambos aspectos deben ser evaluados cuidadosamente en los trimestres que vienen. Por otro lado, el repunte de la inversión ha sorprendido, pero por ahora se considera que ello constituye una normalización más pronta de lo previsto, sin que signifique que hacia los próximos años la formación bruta de capital vaya a mostrar tasas sustancialmente superiores a las que se estiman para este año. No obstante, es posible que este componente del gasto muestre una respuesta más intensa que la esperada frente a las actuales condiciones monetarias expansivas y al positivo cuadro macroeconómico externo e interno.

Finalmente, en el escenario base de proyección se ha supuesto que la propagación hacia inflación subyacente del incremento de los precios de los combustibles será acotada. La magnitud efectiva que tenga este traspaso solo se dilucidará a medida que transcurra el tiempo, en particular a partir del comportamiento de los salarios, de las expectativas y de la inflación misma. De manera similar, solo en la medida que transcurra el tiempo se observará el efecto, si es que lo hay, del cambio en la jornada laboral sobre el cuadro macroeconómico en Chile.

Las implicancias de todos estos riesgos sobre la economía chilena y sobre la política monetaria no son evidentes, al conjugarse tanto elementos de presiones directas de precios como otros con incidencia en la evolución de las holguras de capacidad. Sin embargo, el Consejo estima que en su conjunto el balance de riesgos relativo a la evolución de la actividad se encuentra equilibrado, pero para la inflación está sesgado al alza.

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



1. En la reunión de política monetaria de agosto, el Consejo decidió mantener la tasa de interés de política en 1,75% anual. Para ello se consideró, al igual que el mes anterior, que la actividad continuaba fortaleciéndose, con cifras especialmente positivas por el lado del comercio exterior y de la inversión. Además, la inflación subyacente seguía aumentando gradualmente en una trayectoria similar a la prevista, aunque la inflación llegaría a 3% antes de lo esperado en el Informe de Política Monetaria anterior, reflejando el nivel y persistencia del precio del petróleo. Se comunicó que, dada la información disponible, se acercaba el momento en que sería necesario reducir el marcado estímulo monetario, de manera de compatibilizar el mayor dinamismo económico con una trayectoria esperada para la inflación en 3% anual, en el horizonte habitual de política de 12 a 24 meses.
2. Desde la última reunión, las principales noticias son las siguientes:
 - La inflación del IPC estuvo una décima por encima mientras la inflación subyacente IPCX1 estuvo dos décimas por debajo de lo esperado hace un mes. La incidencia de algunas tarifas reguladas específicas explica la primera sorpresa.
 - La actividad mundial del segundo trimestre, influida especialmente por Estados Unidos de América y Japón, ha mostrado un crecimiento menos acentuado que en trimestres anteriores, con lo que se reafirma la idea de que la Reserva Federal aplicará una normalización pausada de la tasa de interés de política. A ello también han contribuido datos moderados de inflación subyacente. En ese entorno han disminuido las tasas de interés internacionales de largo plazo, principalmente en Europa y Estados Unidos de América, mientras los *spreads* de las economías emergentes se han seguido reduciendo. En lo más reciente, los indicadores del sector real de Estados Unidos de América han sido más positivos.
 - El precio del petróleo ha disminuido marginalmente hasta niveles de US\$ 40-US\$ 41 desde US\$ 42- US\$ 43 observados justo antes de la última reunión pasada, luego de haber llegado hasta US\$ 45 hace un par de semanas. El precio del cobre, en tanto, se ha mantenido en el rango US\$ 1,25-US\$ 1,30 por libra en las últimas semanas, marginalmente por debajo de los niveles observados hace un mes.
 - Las condiciones financieras en Chile siguen reflejando la política monetaria expansiva, al tiempo que los agregados monetarios muestran un dinamismo creciente, en particular los agregados más amplios y el crédito. El precio de las acciones en la bolsa de comercio también han mostrado un elevado crecimiento. Desde la última reunión, considerando el promedio de los últimos tres días, el tipo de cambio nominal y el tipo de cambio multilateral han disminuido 2,4% y 2,2%, respectivamente, con lo que el tipo de cambio real se ubica cerca de la trayectoria esperada en el Informe de Política Monetaria de mayo.
 - Los indicadores de actividad continúan mostrando la progresiva consolidación del mayor crecimiento. En el mercado laboral, las cifras más recientes siguen entregando un panorama mixto, aunque continúan siendo coherentes con la hipótesis de que la debilidad advertida en los últimos meses ha sido causada básicamente por vaivenes en el empleo por cuenta propia, sin tener implicancias de primer orden sobre la dinámica del consumo. De hecho, a pesar del relativamente elevado desempleo medido por el Instituto Nacional de Estadísticas, el Índice de Percepción Económica de Adimark repuntó en el último mes, recuperando un nivel similar al de tres meses atrás. En este cuadro el Indicador Mensual de Confianza Empresarial, que mide expectativas empresariales, también mostró registros más positivos.

24



- La determinación de los supuestos estructurales para la confección del presupuesto fiscal del 2005 permiten anticipar un aumento del gasto fiscal de entre 1% y 1,5% por encima del proyectado para este año.
3. Las proyecciones de inflación preparadas para esta reunión y el *Informe de Política Monetaria* de septiembre señalan que, en el escenario base, y suponiendo una propagación del *shock* petrolero menor a la histórica, un efecto no perceptible de la reducción de la jornada laboral sobre los costos unitarios y una gradual normalización de la política monetaria en los próximos trimestres, la inflación se ubicaría cerca de 3,5% durante el primer semestre del próximo año, para luego declinar hasta cerca de 2,5% a fines de horizonte de proyección.
 4. Con los antecedentes acumulados y estas proyecciones, las opciones más plausibles para esta reunión son mantener la tasa de política monetaria en su nivel actual o aumentarla, posiblemente en 25 puntos base.
 5. Al igual que en los últimos meses, no hay antecedentes que justifiquen la opción de rebajar de la tasa de interés.
 6. Es posible justificar la opción de aumentar la tasa de interés a partir de la ratificación del escenario de progresivo cierre de holguras de capacidad en los próximos trimestres y del gradual aumento de la inflación, total y subyacente, desde los niveles indeseadamente reducidos de comienzos de este año. En ese cuadro, y de acuerdo a las proyecciones preparadas, se hace necesaria una reducción gradual del impulso monetario en los próximos dos años, incluso a un ritmo algo más rápido que el esperado por el propio mercado, para llegar a niveles neutrales durante el 2007. De esa manera, en el escenario central se espera un aumento de la tasa de política monetaria de, aproximadamente, 50 puntos base por trimestre durante los próximos dos años. Si bien es posible distribuir o dilatar un cambio del impulso monetario en el tiempo, ello puede implicar una secuencia de alzas que se torne cada vez más pronunciada en caso de no ocurrir novedades que modifiquen el escenario base. Así, un primer fundamento para aumentar la tasa de política monetaria en esta reunión es evitar incrementar la velocidad de esta secuencia implícita de ajustes necesarios para mantener la inflación en torno a 3%, velocidad que no es menor comparada con otras experiencias de cambios de política monetaria. Por ejemplo, en los dos años que van desde enero de 2002 a enero de 2004, la tasa de política monetaria disminuyó justamente a ese ritmo promedio. Adicionalmente, y como se ha argumentado en análisis previos, desde el punto de vista de la volatilidad de las tasas de interés, es menos costoso reducir esta velocidad de ajuste en el evento de que éste comience demasiado temprano, que aumentarla en el caso contrario.
 7. También, se puede justificar un alza de la tasa de interés como una acción preventiva ante el riesgo de que la inflación se ubique por encima de lo proyectado, considerando el sesgo que presenta el balance de riesgos. En efecto, a partir de la credibilidad que tiene el marco de metas de inflación en Chile, en el escenario base se ha supuesto una propagación del *shock* petrolero menos intensa que la histórica. Así, se podría argumentar a favor de aumentar la tasa de política monetaria en esta reunión como forma de enfrentar el riesgo de que esta propagación sea mayor, y como una acción que, justamente, ayude a validar esta menor propagación, reafirmando el compromiso del Banco Central con la meta de inflación. Con todo, también se podría señalar que, dado que la inflación aún está por debajo del piso del rango meta, antes de tomar una acción de política preventiva, existe espacio para precisar mejor la persistencia del *shock* y la intensidad efectiva de su propagación, en particular su efecto en las expectativas de inflación y en la dinámica salarial.



8. Por otro lado, se puede justificar la opción de mantener la tasa de política monetaria en su nivel actual, argumentando que es aún prematuro iniciar el proceso de normalización de política monetaria, si se considera que es necesario contar con mayor información que termine de validar el panorama de progresivo cierre de holguras. Ello, como se ha analizado en otras oportunidades, podría ser particularmente importante para el primero de una posible secuencia de aumentos de tasas de interés. En esta ocasión pueden mencionarse la reducida (de hecho negativa) inflación mensual del IPCX1 de agosto —lo que podría señalar presiones inflacionarias menores que las previstas— y el panorama aún no consolidado que presenta el mercado laboral como indicio de que podría ser adecuado esperar obtener más información. Considerando las “partidas falsas” que ha mostrado la economía en los últimos años, podría evaluarse como relativamente costoso un alza prematura de la tasa de interés.
9. Sin embargo, también cabe notar que esperar a que todos y cada uno de los indicadores validen de manera persistente el cierre de holguras y la normalización de la tendencia inflacionaria, para recién entonces reducir el marcado impulso monetario, es una estrategia que arriesga que la política monetaria se ubique “detrás de la curva”. Así, aunque esta espera minimiza el riesgo de una reacción apresurada, incrementa el riesgo de acciones muy agresivas en el futuro. Adicionalmente, la sola mantención de la tasa de política monetaria de hecho aumenta la expansividad de la política monetaria con el transcurso del tiempo en un escenario de normalización de la inflación.
10. Con respecto a asuntos tácticos, cabe mencionar primero que, si bien un alza de la tasa de política monetaria no tomaría al mercado por sorpresa, tampoco es un cambio que éste haya descontado plenamente. Las expectativas para esta reunión, por lo tanto, no parecen ser un elemento que oriente una acción particular de política monetaria.
11. En segundo lugar, hay que considerar que estas expectativas reflejan en parte la propia comunicación del Banco Central, que luego de la reunión pasada fue explícito al señalar que se acercaba el momento en que sería necesario reducir el marcado estímulo monetario. Ello se vio parcialmente refrendado con la primera lectura que hizo el mercado del último IPC, aunque algo debilitado con el resultado del IMACEC, que se ubicó por debajo de lo esperado por el mercado a partir de la información de producción sectorial. Por un lado, se podría argumentar que existe un riesgo de pérdida de credibilidad si no se valida el anuncio del mes pasado, especialmente cuando no parecen existir noticias de importancia suficiente como para modificar el cuadro macroeconómico analizado en la reunión anterior. Por otro, también se puede argumentar que el anuncio no tiene implicancias mayores a un mes plazo y que debe interpretarse en un contexto más amplio. En particular, dado que las noticias del último mes no parecen haber sido especialmente relevantes, mantener el “sesgo” de que se acerca el momento de ajustar la política monetaria sin un cambio en la tasa, sería una acción que podría ser coherente con el anuncio pasado.

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

El Gerente de División Política Financiera, señor Luis Oscar Herrera, interviene para señalar que luego de la revisión de la evolución reciente de la coyuntura y proyecciones se puede concluir que las situaciones de inflaciones negativas y riesgo deflacionario que se avizoraban a comienzos de año han quedado atrás.



Las perspectivas son de una convergencia de la inflación al 3%, con un ligero repunte de la inflación total como consecuencia del shock del petróleo y el riesgo de una mayor propagación de este shock a otros precios y las expectativas en un escenario de cierre de la brecha. Por otra parte, por el lado del crecimiento, señala que los datos indican que el impulso monetario y de las condiciones externas, expansivos ambos, han sido muy efectivos para acelerar el crecimiento de la economía hasta un nivel en torno al 5%, por encima de la estimación de la tasa de crecimiento potencial, lo que significa que se están reduciendo las holguras de capacidad productiva. Hacia delante, por una parte, se espera una atenuación del impulso externo, pero de carácter leve, pues aún, con esa atenuación, el crecimiento global y el nivel de los términos de intercambio se mantendrán por encima de lo observado en la última década. Por su parte, las condiciones financieras externas también son expansivas y más favorables que en el pasado reciente.

Por el lado interno, señala, el impulso financiero está aumentando como consecuencia de la operación de los aceleradores financieros característicos del ciclo económico.

Por una parte, está el efecto directo de aumento de las expectativas de inflación para una tasa nominal dada. En enero último, cuando se rebajaron las tasas en enero, las expectativas de inflación eran del orden de 1,6% en doce meses; en mayo las expectativas de inflación correspondían a niveles del 2%, mientras que hoy día son alrededor del 3% a doce meses. Ese solo hecho implica un aumento del impulso monetario. Lo mismo se ve reflejado en las tasas de largo plazo. En enero pasado, estaban en 4,3% y hoy día se presentan en niveles de 3,2%, una reducción de más de 100 puntos base en las tasas a largo plazo y esto se ha ido permeando al mercado de préstamos hipotecarios y las compras de viviendas. Lo mismo ocurre con los precios de activos. Los precios de la bolsa son en la actualidad 10% más altos de los que se tenían en enero, 20% más altos en mayo, y también se observa en la aceleración del crecimiento de los distintos agregados monetarios y crediticios. Todo esto implica que una mayor demanda por inversión encontrará una rápida respuesta de financiamiento.

En resumen, considerando los canales habituales de transmisión de la política monetaria a través de los mercados financieros, las condiciones monetarias son más expansivas en la actualidad, y esta situación se irá acrecentando al futuro, a medida que aumentan las expectativas de inflación y siguen mejorando los resultados de empresas. Todo esto en circunstancias que el cierre de las holguras de capacidad y la convergencia de la inflación requieren reducir el impulso de demanda respecto de una velocidad de crecimiento que ya está algo por encima de la tendencia potencial. En efecto, si no se hace nada, el impulso monetario no sólo es expansivo, sino que se hace más expansivo por lo señalado anteriormente.

En este contexto, estima que es necesario comenzar un proceso de normalización y reducción del impulso monetario. Por lo tanto, apoya la alternativa de incrementar moderadamente la tasa de política monetaria. Los riesgos de una eventual desaceleración quedan cubiertos porque el impulso monetario aún es sustancial, lo que de por sí debería continuar generando una aceleración adicional de la demanda en los próximos trimestres y por lo tanto, cubrir el riesgo de eventuales shocks negativos de demanda.



A continuación, el Gerente de División Internacional, señor Esteban Jadresic, señala que, en primer lugar, comparte la exposición de la Gerencia de División Estudios, en cuanto que las dos posturas que se presentan son las más relevantes para la discusión. En segundo término, comparte también la visión de que eventualmente habrá que reducir esta expansividad de la política monetaria, de modo que la disyuntiva, a su juicio, no se refiere con esa necesidad de reducir la expansividad de la política monetaria sino al momento apropiado para hacerlo.

En su opinión, las razones fundamentales que se han entregado para este ajuste de tasas son: que tarde o temprano habrá que hacerlo, y que la información tiende a consolidar la visión de que hay un ajuste gradual en las holguras, particularmente, respecto a brecha de actividad.

Sin embargo, le parece que también hay que tomar en cuenta algunos factores que apuntan en una dirección contraria. En primer lugar, que este cierre de brechas se está dando de manera bastante gradual. En segundo lugar, que se mantienen expectativas de inflación, o más precisamente cifras de compensación inflacionaria, y cifras de crecimiento de salarios y de costos laborales unitarios que apuntan a una inflación por debajo del centro del rango meta y, todavía bastante por debajo. Finalmente, y quizás más importante que lo anterior, en el último mes la inflación subyacente ha sorprendido a la baja y sigue por debajo de la meta.

Concluye de su evaluación de estos antecedentes que, sin perjuicio de la consolidación por el lado de las cifras de actividad, no se aprecian señales de presiones inflacionarias por el lado de las cifras de precios, de salarios o de expectativas de inflación, que justifiquen hacer un ajuste de la tasa de interés ahora.

Se suspende la Sesión a las 16.50 hrs. y se reanuda a las 17.30 hrs.

El Presidente, señor Vittorio Corbo, ofrece la palabra a los señores Consejeros para proceder a la votación.

El Consejero señor Manuel Marfán agradece al staff por su análisis. Coincide con que las opciones lógicas, en esta ocasión, son las de elevar o mantener la tasa de política monetaria como lo indicara la presentación del Gerente de División Estudios.

Precisa que, a su juicio, la respuesta de política frente a un aumento del precio internacional del petróleo no es evidente. Esta respuesta va a depender de cuán permanente o transitorio sea ese shock, de los mecanismos de propagación, y del estado del ciclo económico.

Lo que sí le parece más evidente en cambio, es la respuesta de política frente a presiones de demanda sobre la inflación y que, en particular en ese caso, se requiere de una reducción en el impulso monetario.

Señala que en esta ocasión en particular, nos encontramos en una coyuntura donde se prevé que la actividad continuaría acelerándose y el gasto agregado estaría creciendo aún más fuerte que la actividad, liderado por la inversión y el consumo de durables.



Los indicadores de confianza empresarial y de los consumidores, que se estaban deteriorando desde niveles altos, están comenzando a repuntar nuevamente. Nuestra proyección de inflación muestra una aceleración algo mayor que la que espera el mercado y, posiblemente, la respuesta de política también sería algo más pronunciada que lo que espera el mercado.

Aunque el mercado del trabajo ha mostrado cifras más bien flojas, se espera que la tasa de desocupación desestacionalizada inicie una trayectoria descendente.

En fin, el conjunto de la evidencia y proyecciones muestra un cierre paulatino de la brecha de actividad, la que constituye nuestro principal indicador de estado del ciclo económico y de presiones de inflación de demanda.

Ante este cuadro económico, claramente más auspicioso, parece conveniente iniciar un proceso gradual de normalización del impulso monetario. Postergar ese inicio podría eventualmente requerir de un ajuste mayor más adelante.

Por las razones expuestas vota por elevar la tasa de política monetaria desde el 1,75% actual hasta el 2%.

El Consejero señor Jorge Desormeaux señala, que el mensaje central que nos ha entregado la Gerencia de División Estudios indica que se ha afianzado un cuadro de reducción progresiva de las holguras de capacidad. Esto se funda en antecedentes de la economía mundial, donde se ve que a pesar de una desaceleración transitoria en el segundo trimestre, se siguen teniendo proyecciones superiores al promedio histórico para el crecimiento de nuestros principales socios comerciales.

Indica que se tienen condiciones financieras que continúan siendo favorables y de hecho la expansividad de la política monetaria se ha incrementado a medida que la tasa de inflación se ha ido normalizando. En el sector real también hay evidencia de consolidación de este escenario de aceleración progresiva del crecimiento. Nuestras perspectivas de actividad para el tercer trimestre son totalmente coincidentes con este cuadro de progresiva aceleración del crecimiento.

Agrega que otro antecedente importante es que la política fiscal va a tener un grado de dinamismo mayor el año 2005 en relación al año actual, y en el plano inflacionario se está avanzando a tasas de inflación más cercanas a la meta. De hecho, se proyectan cifras entre 3% y 4% para la primera mitad del próximo año, cifras que declinan posteriormente a niveles ligeramente por debajo de 3% a fines del horizonte de proyección.

Pero todo esto bajo un supuesto crítico y es el hecho que el grado de propagación del shock petrolero es inferior al histórico, y esto, naturalmente, fundado en el hecho que el Banco Central goza de una credibilidad que ha ido creciendo en el tiempo.

En este cuadro de progresiva normalización de la actividad y de la inflación, un supuesto de análisis de los trabajos de Estudios es que la tasa de política monetaria se va normalizando gradualmente. Esto significa que en algún momento la tasa de política monetaria tiene que empezar a reflejar esa hipótesis, y no hacerlo oportunamente significa, naturalmente, un riesgo que es el tener que hacer ajustes más pronunciados en el futuro.



Adicionalmente, un alza de la tasa de política monetaria se justifica porque se está en presencia de un balance de riesgos asimétrico y eso significa que un alza oportuna de la tasa de política monetaria permite cautelar la credibilidad del Banco Central y asegurar que esa propagación acotada del shock petrolero efectivamente se verifique.

En suma, cree que los antecedentes disponibles apuntan a una consolidación de un panorama de normalización del crecimiento y de la inflación, que está cada vez más asentado y que la normalización de la política monetaria en este momento es un paso natural.

Señala que no hacerlo ahora significaría mayor presión para hacer ajustes más significativos en el futuro. No hacer un ajuste en este escenario de normalización que presenta nuestro Informe de Política Monetaria y, dado los riesgos envueltos, sería, en su opinión, algo difícil de entender también para el mercado.

Por lo mismo, se inclina por un alza moderada de la tasa de política monetaria y, por consiguiente, vota por un alza de 25 puntos base.

La Consejera señora María Elena Ovalle señala, que de la presentación de la Gerencia de División Estudios se desprende que la economía chilena continúa fortaleciéndose, gracias a las expansivas condiciones financieras internas y el favorable entorno internacional. Las principales novedades respecto a la reunión de agosto las sintetiza la Gerencia de División Estudios, en que la inflación del IPC de agosto estuvo por sobre lo previsto y la inflación del IPCX1 estuvo 2 décimas por debajo de lo esperado; el precio del petróleo ha disminuido luego de haber alcanzado niveles cercanos a los US\$ 45 el barril; los tipos de cambio nominal y multilateral han disminuido en el margen; junto a ello los indicadores de actividad continúan mostrando la progresiva consolidación del mayor crecimiento; y las expectativas medidas por el Índice de Percepción Económica y el Indicador Mensual de Confianza Empresarial han mejorado, a pesar del elevado desempleo medido por el Instituto Nacional de Estadísticas.

Indica que este conjunto de antecedentes coyunturales comparados con la mencionada reunión de Política Monetaria del 12 de agosto, en la que decidieron la mantención de la tasa de política monetaria, son similares y en cierta forma son más favorables en lo que se refiere a riesgos de presiones inflacionarias.

En cuanto a la decisión de política de hoy, no hay duda que la evolución de las holguras de capacidad, los costos y las expectativas inflacionarias continúan siendo las variables claves a considerar al momento de decidir el comienzo de la reducción del actual estímulo monetario. Sobre ello, la Consejera señora María Elena Ovalle efectúa los siguientes comentarios. Si bien ha continuado el progresivo cierre en las holguras de capacidad, es aún difícil establecer un juicio claro en cuanto a la velocidad y persistencia de este cierre. Esto se confirma al observar que el incremento del empleo asalariado no está siendo acompañado por una reducción de la tasa de desempleo, y por el contrario ésta ha aumentado tanto respecto al trimestre móvil inmediatamente anterior así como en comparación a igual trimestre del año pasado. Por lo tanto, si bien parece adecuada la argumentación presentada por la Gerencia de División Estudios de que esta dinámica sería coherente con la expansión de la actividad y el nivel actual de costos laborales, no es menos válido que esta aclaración no se ve plasmada en las cifras.

Por el lado de los costos, se destaca la trayectoria reciente del precio del petróleo que ha oscilado entre US\$ 39 y US\$ 45 el barril, para ubicarse en la actualidad algo por sobre los US\$ 40. Éstas al igual que las anteriores fluctuaciones hacen muy difícil establecer con claridad la persistencia de estos altos precios, y en especial la determinación del componente permanente y transitorio de este shock que, de confirmarse que no continuará por un plazo excesivamente largo, no debería modificar la tendencia inflacionaria prevista. Por lo demás, como lo señala la Gerencia de División Estudios, en el escenario base y por ende el más



probable, se considera una propagación acotada del shock petrolero con respecto a la histórica, y por tanto habría espacio para precisar mejor la persistencia e intensidad de éste, antes de tomar una acción preventiva. Así la magnitud de su propagación y su impacto en la inflación, por sus efectos de segunda vuelta, dependerá del grado de indización de las remuneraciones, así como de la capacidad de los márgenes de comercio para enfrentar estos mayores precios. No hay duda, que es necesario seguir rigurosamente el monitoreo de estas cifras.

En cuanto a la evolución de los costos laborales, variable clave en la inflación de mediano plazo, los indicadores reales siguen mostrando expansiones muy moderadas y por ende tampoco estarían introduciendo presiones inflacionarias adicionales a las ya consideradas en nuestros ejercicios de proyección. Con los antecedentes disponibles en la actualidad, el tipo de cambio tampoco debería empujar de manera considerable a los costos, ya que incluso en el último mes se ha evidenciado una atenuada apreciación del peso que, siendo consistente con nuestras estimaciones, llevaría al tipo de cambio real a valores coherentes con sus fundamentos de equilibrio.

Agrega que, si adicionalmente, analizamos la importancia de las expectativas de inflación a través de las encuestas o de los diferenciales de tasas tanto nominales como reajustables, constatamos que éstas continúan ancladas a nuestro rango meta a diversos plazos, incluyendo nuestro horizonte de 24 meses. De esta forma, se acota la posibilidad de que la inflación alcance niveles inconsistentes con nuestro objetivo inflacionario.

Por lo tanto, hace presente que al igual que en la reunión pasada, está completamente de acuerdo en que es necesario iniciar el período de normalización de la tasa de política monetaria, sólo difiere en la oportunidad de su comienzo. Considera, que en esta ocasión, es apropiado esperar por más antecedentes para no equivocar el diagnóstico ni la decisión de política, ya que cuando se decida aumentar la tasa se marcará un cambio de signo definitivo en el impulso monetario. Además, el alza de la tasa de política monetaria acotada de 25 puntos base que se plantea como opción, tiene un efecto muy poco significativo en las cifras, pero sí un efecto señal muy importante. Es cierto señala, que en el comunicado de la reunión del 12 de agosto se anunció que se acercaba el momento en que sería necesario reducir el marcado estímulo monetario, sobre lo que declara estar totalmente de acuerdo, pero ello no necesariamente implica validar este anuncio en la reunión de hoy. Agrega, que los costos de equivocarnos por una partida falsa podrían ser mayores que los costos de esperar por más antecedentes.

Es por ello que considera que esta vez debemos mantener la tasa en 1.75%, por lo cual su votación es en tal sentido.

El Consejero señor José De Gregorio señala, que la evolución de la economía durante el último mes no muestra sorpresas significativas. El PIB sigue creciendo a un ritmo coherente con la gradual reducción de brechas y se espera que el crecimiento para el 2004 se ubique en la parte superior del rango que preveíamos en el Informe de Política Monetaria de mayo. La inflación de agosto fue levemente superior a la anticipada, aunque la inflación subyacente estuvo por debajo. Agrega, que se han tenido algunas novedades positivas en cuanto al precio del petróleo, pero éste sigue en niveles inusualmente elevados.

Por otro lado, indica, en el Informe de Política Monetaria que se presentará la próxima semana se mostrará que, a pesar de una política monetaria que se normaliza gradualmente, la inflación futura se espera que se ubique por algún tiempo en la parte superior del rango, incluso no es descartable que se ubique por encima del rango meta, para luego converger hacia su centro.



Este es un panorama muy distinto al que se esperaba algunos meses atrás. En este escenario y tal como se anunció el mes pasado, el tiempo en el cual el impulso monetario se vaya reduciendo está cerca y, con el solo transcurrir del tiempo, este momento se acerca.

Señala, que la pregunta relevante para esta reunión es si es necesario mantener la actual tasa de política monetaria a la espera de nuevos datos que confirmen el panorama de mayores presiones inflacionarias o comenzar reduciendo la expansividad de la política en esta reunión.

A este respecto es necesario distinguir dos tipos de riesgo: el primero es comenzar a subir la tasa de interés antes que sea prudente, abortando así una incipiente recuperación. Le parece que este riesgo no es significativo, no es el más significativo. El panorama macroeconómico general es coherente con lo que estamos previniendo hace ya varios meses y no hay antecedentes que permitan concluir que una reducción del impulso monetario sea perjudicial para las perspectivas de crecimiento, generando así excesivas presiones a la baja de la inflación. Indica, que en el Informe de Política Monetaria de la próxima semana se predice un crecimiento entre 4,5% y 5,5% para el próximo año, a pesar de la reducción del impulso monetario.

En segundo lugar, señala, la tasa de interés es y seguirá siendo muy expansiva, al menos 500 a 600 puntos base por debajo de nuestra tasa neutral y subir la tasa de interés nos mantendría, igualmente, con una política monetaria muy expansiva. Vale la pena recordar que la tasa de política monetaria hoy es 100 puntos base menor que la que teníamos un año atrás, en una situación de mayor debilidad de la actividad económica, la que luego se redujo por la caída de las expectativas inflacionarias.

Señala, que en caso que efectivamente se decida subir las tasas, y las presiones inflacionarias no se materialicen, la solución sería mantener la tasa baja y postergar futuras alzas.

Por lo tanto, estima que, dados los actuales niveles de expansividad de la política monetaria, y la posibilidad de hacer aún más lenta la normalización de ella, le parece que éste no es el riesgo más importante y es fácil de corregir.

Agrega, que de lo que tiene aún más certeza es que es extremadamente improbable que debamos revertir una moderada alza de tasas, lo que en meses anteriores le parecía más probable y era uno de los elementos más importantes que sugerían cautela.

El otro riesgo es que no se suba la tasa de interés, cuando corresponda hacerlo, de acuerdo a nuestra meta de inflación. Le parece, indica, que este es el riesgo más importante, puesto que la postergación del alza de la tasa de política monetaria puede conducir a un ajuste más severo, indeseable en el futuro.

En definitiva, se trata al evitar este riesgo de asegurar que la reducción del impulso monetario sea un proceso gradual, el que se irá concretando en la medida que nuestro escenario base se vaya materializando.

El gran riesgo de no actuar luego es que se pueda enfrentar un proceso de endurecimiento de la política monetaria mucho más pronunciado y costoso en términos de credibilidad y de actividad económica y, de lo que en definitiva se trata, es cumplir nuestra meta de inflación con los menores costos posibles, permitiendo así que la economía se encuadre en un proceso de crecimiento estable.



Por lo anterior, cree que se puede comenzar a subir muy moderadamente la tasa de interés reforzando así el compromiso antinflacionario y ante la convicción de que nuestra economía se encuentra en un saludable proceso de cierre de holguras, el que debe necesariamente ir acompañado por una normalización de la política monetaria.

El Consejero señor De Gregorio, hace presente que tal como lo indicaran en el Informe de Política Monetaria que se hará público la próxima semana, los riesgos inflacionarios están desbalanceados al alza y ello requiere que comencemos a evitar que dichos riesgos aumenten su probabilidad de ocurrencia, por ello es que es partidario de subir la tasa de política monetaria en 25 puntos base y, por consiguiente, su voto es en tal sentido.

El Presidente, señor Vittorio Corbo, señala que las fuerzas detrás de la recuperación de la economía continúan manifestándose, contribuyendo a consolidar un crecimiento robusto que comienza a superar el crecimiento del producto potencial y, por ende, en una reducción progresiva de la brecha de capacidad. De una parte, los mercados externos se mantienen favorables, con Estados Unidos de América dejando atrás su débil crecimiento del segundo trimestre; en Europa el crecimiento comienza a acercarse al crecimiento del producto potencial, mientras que en Japón destaca la fuerza de la inversión privada. En China, las cifras de julio muestran una nueva aceleración en la inversión. Como resultado de estas fuerzas, los precios de nuestras exportaciones se mantienen altos y los volúmenes exportados continúan mostrando un alto dinamismo. De otra parte, el aumento reciente en la inflación interna resulta en tasas de interés reales de corto plazo negativas. Como consecuencia, el crecimiento de la inversión se mantiene sólido y el crecimiento de los empleos asalariados se fortalece. En paralelo, y consistente con este cuadro, mejoran en el margen las expectativas de consumidores y empresarios.

La progresiva reducción de la brecha de capacidad aumenta el riesgo que en los próximos trimestres la inflación se aleje en forma sostenida del rango meta. En estas circunstancias, para fortalecer la consolidación del crecimiento y mantener la inflación en torno a la meta, dado los rezagos habituales con que cambios en la política monetaria afectan las brechas y la inflación, lo más apropiado es iniciar ahora la reducción del pronunciado estímulo monetario que se introdujo hace algunos meses, cuando existía un alto riesgo que la inflación se mantuviera muy por debajo de la meta por un período pronunciado de tiempo. Por lo anterior, señala, su voto es por un aumento moderado de 25 puntos base en la tasa de política monetaria.

Interviene el Ministro de Hacienda, señor Nicolás Eyzaguirre, para señalar que no considera que la decisión de subir 25 puntos base, como fue la decisión mayoritaria del Consejo, o mantener, como fue la decisión minoritaria del mismo, sea una disyuntiva dramática.

Le parece que, en su opinión, los riesgos envueltos en una u otra decisión son relativamente acotados. No obstante, señala que está más cercano a la posición minoritaria del Consejo, por cuanto en su conjetura, a diferencia de la presentada hoy, es posible que el cierre de brechas se esté produciendo con alguna menor velocidad que la que se pudiera estar suponiendo, en parte porque se tiene la sensación que la productividad total de factores, como se ha probado en el pasado, es posible que tenga algunas sorpresas positivas por darnos, en la medida en que se desahogue más la actividad económica. No se aprecia, a su parecer, que hayan cambios a nivel microeconómico desfavorables que hayan condicionado una capacidad estructural inferior en ese dominio.



No obstante lo anterior agrega que en ese cuadro es posible que la trayectoria de fortalecimiento del peso pudiera ser algo más marcada que la que está implícita en la proyección de la Gerencia de División Estudios tanto por la diferencia en el crecimiento potencial con respecto a Estados Unidos cuanto por la posición cíclica más retardada que tiene nuestra economía en relación a la economía norteamericana.

Agrega, que esos dos elementos podrían haber permitido, con un riesgo muy acotado, esperar algo más de tiempo. Pero insiste que aprecia no que esto sea una decisión dramática, porque entiende perfectamente que un 2% todavía constituye una tasa estimulativa y claramente inferior a cualquier conjetura sobre la tasa neutral de largo plazo.

Indica que sólo le resta solicitar al Consejo el máximo de prudencia a la hora de estructurar el Comunicado por cuanto la decisión de esta reunión no es sólo el ajustar la tasa sino que también a través del Comunicado, como ya se comenzó a hacer en la Sesión pasada, van a dar algunas pistas sobre en qué posición queda ahora el Banco respecto del mes pasado con respecto a su política monetaria en el futuro, esto es, si esta alza les ha permitido ganar más tiempo para esperar o simplemente esto no es más que un paso, dentro de muchos, que se darán con relativa cercanía.

Señala que será decisión del Consejo el cómo estructurarlo, pero estima que el contenido de este movimiento monetario puede ser relativamente más fuerte o relativamente más informativo dependiendo de esa sutileza.

El Presidente, señor Corbo hace presente al señor Ministro, que el Consejo tendrá en consideración su opinión al momento de aprobar el texto del Comunicado.

En mérito de lo anterior, el Consejo, con el voto de los Consejeros, señores Vittorio Cobro, José De Gregorio, Jorge Desormeaux y Manuel Marfán, acordó aumentar la tasa de política monetaria en 25 puntos base hasta 2% anual. La Consejera señora María Elena Ovalle estuvo por mantener la tasa de política monetaria en su nivel actual.

67-01-040907 – Tasa de Política Monetaria.

Se acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base hasta 2% anual. Los tramos de la línea de crédito de liquidez se aumentan también hasta 2% 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, con el voto de cuatro de sus miembros, aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base hasta 2% anual. El voto de minoría estuvo por mantener la tasa.



La información disponible muestra que continúa desarrollándose un escenario favorable para la economía chilena, gracias a un entorno internacional positivo y al significativo estímulo expansivo de las condiciones financieras. En estas circunstancias, se ratifica un panorama de progresivo mayor crecimiento de la actividad, refrendado por el reciente repunte de los índices de expectativas de personas y empresas, el dinamismo de la inversión y mejores perspectivas para el mercado laboral.

Durante los últimos meses, la inflación anual del IPC se ha comenzado a normalizar desde los reducidos niveles de comienzos de año. En esta evolución ha incidido el alza de algunas tarifas específicas, el precio de los combustibles y el paulatino incremento de las medidas de inflación subyacente (que excluyen algunos bienes cuyos precios son más volátiles). Se proyecta que estas últimas sigan aumentando gradualmente junto a la reducción de las holguras de capacidad. Por otra parte, se espera que el incremento del precio del petróleo lleve la inflación a 3% antes de lo previsto, pero que su propagación sobre otros precios será acotada.

A la luz de estos antecedentes, el Consejo ha estimado apropiado reducir moderadamente el marcado estímulo monetario prevaleciente, el que se hace menos necesario gracias a la favorable evolución y perspectivas que muestran la actividad y el gasto. El Banco Central reitera que se mantendrá atento para ajustar oportunamente la política monetaria de manera de confrontar las desviaciones que se proyecten 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 18,30 horas.

JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Vicepresidente

VITTORIO CORBO LIOI
Presidente

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Consejero

MARÍA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera

NICOLÁS EYZAGUIRRE GUZMÁN
Ministro de Hacienda

MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero

MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe