



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION DE POLITICA MONETARIA N° 56
Celebrada el 11 de diciembre de 2003

En Santiago de Chile, a 11 de diciembre de 2003, siendo las 16,00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Vittorio Corbo Lioi y con la asistencia del Vicepresidente don Jorge Marshall Rivera y de los Consejeros señora María Elena Ovalle Molina, señor Jorge Desormeaux Jiménez y señor José De Gregorio Rebeco.

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

Asisten también los señores:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;
Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Jorge Court Larenas;
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;
Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera Barriga;
Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva;
Gerente de Comunicaciones Institucionales, don Eduardo Arriagada Cardini;
Secretaria Ejecutiva del Gabinete de la Presidencia, doña Cecilia Feliú Carrizo;
Jefe de Prosecretaría, doña Cecilia Navarro García.

I. Resolución sobre Proyecto de Acta correspondiente a la Sesión N° 55, celebrada 13 de noviembre de 2003.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo el Proyecto de Acta correspondiente a la Sesión N° 55, celebrada el 13 de noviembre de 2003, cuya versión final se aprueba sin observaciones.

II. Resolución sobre Minuta correspondiente a la Sesión N° 55, celebrada el 13 de noviembre de 2003.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo la Minuta correspondiente a la Sesión N° 55, celebrada el 13 de noviembre de 2003, la que se aprueba sin observaciones.

III. Fecha Sesión de Política Monetaria del mes de junio de 2004.

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de junio de 2004, para el jueves 10 de ese mes.

IV. Exposición.

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



SÍNTESIS DEL MES

Desde la reunión de política monetaria de noviembre, se ha afianzado buena parte de las tendencias que en ese momento marcaban diferencia con el diagnóstico del *Informe* de septiembre. Por un lado, el escenario externo, en particular los términos de intercambio y el panorama de crecimiento, ha seguido afianzándose, en un entorno de estabilidad financiera global. Por otro, en noviembre la trayectoria efectiva de la inflación se ubicó nuevamente por debajo de lo esperado, aunque con menores sorpresas que en meses previos. Ello, junto con la fortaleza más sostenida del peso, ha incidido en una nueva revisión a la baja del escenario de inflación promedio para el año 2004, aunque esta vez menos intensa, y del año 2005 respecto de lo esperado hace un mes. Las expectativas de inflación de mercado, en tanto, se han asentado entre 1,5% y 2% a varios horizontes. No se aprecian aún novedades relevantes por el lado de la actividad interna; si algo, la producción industrial se ubicó por debajo de lo previsto. El desempeño en este trimestre de la demanda interna y del empleo, en tanto, ha continuado robusto.

Las cifras efectivas de actividad, gasto y expectativas en las principales zonas económicas han asentado el panorama de mayor dinamismo de la actividad global esperado para este y el próximo año, respecto de lo considerado en el *Informe* de septiembre, con un incremento en las proyecciones de prácticamente medio punto porcentual por año. Estas mejores perspectivas también se aprecian en el panorama de términos de intercambio, que se sostiene gracias a los positivos datos recientes del precio del cobre, el que incluso se ha ubicado en los últimos días por sobre el precio promedio esperado para el próximo año. Esto refleja en parte el debilitamiento del dólar en los mercados financieros, lo que además apoya el ajuste global entre ahorro e inversión en las principales zonas económicas.

En los mercados financieros se aprecian condiciones financieras globales tranquilas, luego del fuerte repunte de los índices accionarios y la reducción de los *spreads* soberanos de economías emergentes durante el primer semestre. En general, las expectativas en torno a la trayectoria de la política monetaria de las principales economías anticipan incrementos de las tasas de interés hacia mediados del próximo año. La situación financiera que enfrentan las economías emergentes de América Latina ha variado de manera heterogénea, afirmándose el mejor escenario en Brasil, pero con deterioros en Argentina y México. El *spread* soberano de Chile, en todo caso, continúa en torno a sus mínimos históricos. Por otro lado, también continúan mejorando los flujos de capitales esperados para la región y para otras zonas emergentes.

Acordes con las menores expectativas de inflación, las últimas semanas se caracterizaron por importantes caídas de las tasas de interés nominales, las cuales en lo más reciente alcanzaron mínimos históricos para el caso de los pagarés del Banco Central en pesos. Las tasas reajustables, en tanto, revirtieron la caída de los meses previos, reflejando las mejores expectativas de crecimiento mundial, así como también la menor inflación esperada y ajustes de portafolio de los agentes. Por su parte, el mercado cambiario ha continuado con volatilidades muy relacionadas con la evolución del precio del cobre, destacando la importante apreciación del peso respecto del dólar y de un grupo importante de monedas.

En el ámbito de la actividad interna siguen ausentes noticias positivas de la magnitud de las que provienen del exterior. Si algo, el desempeño de la industria manufacturera ha estado levemente por debajo de lo esperado, revirtiendo las buenas noticias de meses anteriores, mientras que minería ha presentado un desempeño mejor que el previsto hace algunos meses. Por el lado del gasto interno sí se aprecia un dinamismo algo mayor, principalmente en las compras de bienes durables, gracias a los mejores indicadores de confianza y la robustez del mercado laboral, donde se aprecian tasas de desocupación inferiores a las de los años recientes. La inversión, en tanto, luego de un tercer trimestre francamente débil, da signos de mayor fortaleza en lo que va del cuarto.

Nuevamente la inflación fue la fuente de sorpresas importantes. Los precios de los alimentos no perecibles se ubicaron por debajo de lo previsto, aunque su caída fue menos intensa que en los dos meses precedentes. La trayectoria del tipo de cambio, en tanto, también está



incidiendo en el precio interno de los combustibles y algunas tarifas de servicios regulados. El reajuste de remuneraciones del sector público, aunque superior a las cifras inicialmente consideradas por el Ministerio de Hacienda, de todas formas fue menor que las supuestas en las proyecciones de mediano plazo. Con todos estos antecedentes, se espera que la inflación anual se ubique en 1,3% en diciembre de este año, llegando a cifras negativas en marzo y abril próximos. En el mediano plazo, en tanto, se espera una inflación promedio de 0,8% el año 2004 (1,5% 2004:IV y 1,8% a diciembre 2004) y de 2,4% el año 2005 (2,5% 2005:IV y 2,9% a diciembre 2005).

Detrás de estos acontecimientos, como ya ha sido discutido, se encuentra un escenario cambiario muy distinto del considerado al realizar las proyecciones del *Informe* de septiembre, una trayectoria de precios que indica márgenes comprimidos o una contención de los costos en el comercio, superior a la prevista —específicamente en el sector alimentos— y el mencionado reajuste del sector público. Estas fuerzas desinflacionarias no se ven compensadas por un cambio equivalente en el panorama de crecimiento interno, debido a que aún los datos de la coyuntura no revelan la presencia de un repunte sustancial de la actividad.

Entre estos tres aspectos, destaca el escenario cambiario por su mayor incidencia en los precios. La trayectoria de los diferenciales de tasas es indicativo de que el mercado percibe que buena parte (si no la totalidad) de la apreciación del peso corresponde a cambios en sus variables fundamentales, como los términos del intercambio y el escenario externo. Por su parte, respecto del riesgo de una reversión de la compresión de márgenes en el sector comercio, la evidencia internacional de situaciones similares muestra episodios de caídas de precios parecidas a las observadas en los meses recientes, y que tienden a persistir en el tiempo con márgenes relativamente estables. Esto configura un cuadro donde aunque es difícil que continúen cayendo los precios, no se descarta que no se produzca la reversión implícita en las proyecciones de inflación presentadas en esta minuta.

I. Escenario internacional

En el último mes se ha afianzado el mejor escenario internacional, en relación con el previsto en el *Informe* de septiembre, lo que se ha reflejado en perspectivas de crecimiento, términos de intercambio y condiciones financieras externas significativamente más favorables.

Las mejores perspectivas de actividad mundial se fundamentan en el mayor crecimiento observado en los primeros nueve meses del año, principalmente en Estados Unidos, Japón y China, a lo que se comienzan a agregar terceros países. Cabe destacar la positiva evolución de los indicadores de confianza empresarial y expectativas económicas en Alemania y Francia, los que, unidos a positivos indicadores coyunturales, confirman la recuperación en la zona.

En Estados Unidos, luego de un dinámico primer semestre, el crecimiento del tercer trimestre sorprendió a los mercados (8,2%). La dinámica actual del mercado laboral, que se suma a buenos indicadores de confianza de consumidores, actividad e inversión, han reforzado la solidez de la recuperación de la economía de ese país. En la zona euro, por su parte, el PIB del tercer trimestre registró un crecimiento de 1,6%, algo por sobre las expectativas. En Japón, el sector externo sigue liderando el crecimiento, lo que se ha traducido en un fuerte dinamismo de la actividad industrial hacia fines del tercer trimestre. Junto a lo anterior, la información reciente valida un consumo privado más promisorio.

Se estima que los riesgos de las proyecciones de crecimiento mundial respecto del escenario base, particularmente para este año y el año 2004, son al alza, por la incorporación de nuevos antecedentes y de los efectos de segunda vuelta en terceros países, que enfrentarían una mayor demanda externa. No obstante, para el año 2005 persisten dudas sobre si el ritmo de la recuperación será sostenible, especialmente por el déficit fiscal y la dependencia del ahorro externo de Estados Unidos. En todo caso, el escenario más probable sigue siendo el de un paulatino ajuste de los desequilibrios entre ahorro e inversión entre las diversas zonas económicas, gracias a la depreciación gradual que ha mostrado el dólar en los mercados. Adicionalmente, reformas estructurales pendientes en Europa y Japón, son elementos que recomiendan mantener cierta cautela hacia el largo plazo. Por último, el riesgo geopolítico y de



atentados terroristas se ha incrementado en las últimas semanas, lo que podría tener efectos colaterales sobre el precio del petróleo.

Durante el último mes, el precio del cobre se ha comportado con cierta volatilidad (entre US\$0,98 y US\$0,898 la libra), debido principalmente a cambios de posición de agentes financieros no comerciales. Para los últimos meses de 2003, con la recuperación económica en marcha, especialmente de los principales consumidores de cobre —China, Estados Unidos y Japón—, el precio debería mantenerse en torno a los niveles de las últimas semanas, alcanzando un promedio de US\$0,80 por libra en el año. Este favorable panorama mundial permite revisar las actuales proyecciones para los próximos dos años, estimándose promedios para la libra del metal de US\$0,95 para 2004 y de US\$0,98 para 2005.

Durante noviembre, el precio del petróleo ha oscilado en torno a US\$28 el barril, aunque con aumentos puntuales por sobre los US\$30. La resistencia a bajar de los US\$28 se asocia a los bajos niveles de inventarios de petróleo en Estados Unidos, la mayor demanda para la producción de derivados —especialmente combustible para calefacción— e incertidumbre respecto de la extracción y exportación de petróleo iraquí. En consecuencia, las proyecciones del *Informe* de septiembre no han sido modificadas: US\$28,5 por barril para 2003, US\$26 y US\$23 para 2004 y 2005, respectivamente. Se mantienen riesgos importantes en las proyecciones del escenario base para el mediano plazo, por la recuperación de la actividad mundial, el poco espacio para aumentos en la oferta de petróleo, y los riesgos geopolíticos mencionados hacia el próximo año.

Las condiciones financieras de los mercados desarrollados se han mantenido estables desde la última reunión; no obstante, son considerablemente más positivas que las de septiembre. En efecto, con excepción de Japón, cuya bolsa ha mostrado cierta volatilidad recientemente, los índices bursátiles de las economías desarrolladas se han mantenido estables en relación con el mes anterior. Por otra parte, pese a los buenos indicadores de actividad en Estados Unidos, las tasas de interés de largo plazo no han experimentado alzas significativas y el dólar se ha depreciado con respecto a las principales monedas. Esta trayectoria del dólar está relacionada con la cautela que imprime el elevado déficit en cuenta corriente de Estados Unidos y con los mejores indicadores de actividad de la zona euro.

Respecto de las tasas de interés de política, los mercados esperan que los bajos niveles de inflación y la mayor holgura de capacidad, permitan mantener la tasa de fondos federales hasta mediados de 2004. En la zona euro, en tanto, el bloqueo de la aplicación del mecanismo de sanciones de la Comisión Europea por la trayectoria de los déficits fiscales de Alemania y Francia podría motivar un alza anticipada en la tasa de política, aunque por la apreciación del euro es poco probable que esto ocurra.

Durante el último mes, las condiciones financieras de las economías emergentes no han variado significativamente, aunque son ciertamente mejores que las registradas en septiembre. En América Latina destaca positivamente Brasil, pues ha continuado avanzando en la reducción de la deuda pública en dólares y ha podido rebajar la tasa de política 150 puntos base desde la reunión pasada. No obstante, en México y Argentina la situación ha sido diferente. En el primer caso, la economía no se ha beneficiado del mejor desempeño de Estados Unidos debido, entre otros factores, a la mayor competencia externa que ha representado China. A ello se suman las dificultades para llevar a cabo reformas en su sector público. Respecto de Argentina, la incertidumbre proviene de la aún no resuelta reestructuración de su deuda, así como de los escasos avances en reformas estructurales que le permitirían afianzar un crecimiento sostenido.

Las proyecciones de flujos de capitales hacia las economías emergentes continúan corrigiéndose al alza, esperándose que para este año prácticamente dupliquen los flujos recibidos en el próximo, los que se mantendrían en similar nivel en el año 2004. Destaca el caso de Asia —en particular China— con estimaciones de flujos de capitales para los años 2003 y 2004 que acaparan más de la mitad de los flujos que se destinan a economías emergentes, reflejando sus mejores perspectivas de crecimiento. América Latina, por su parte,



si bien con menores niveles, recibiría en el año 2003 y en el 2004 flujos que prácticamente triplican los registrados el año 2002, siendo México y Brasil sus principales destinatarios.

II. Mercados financieros

En noviembre, acorde con las menores expectativas de inflación de mediano plazo, las tasas de interés de los documentos nominales (BCP) cayeron hasta estabilizarse en mínimos históricos del orden de 3,3% y 4,8% a dos y cinco años, respectivamente. A su vez, las tasas de los documentos reajustables aumentaron entre 40 y 60 puntos base respecto de fines de octubre, situándose en la actualidad en 3,3% los BCU-5 y 4,2% los BCU-10, similares a los niveles de fines de septiembre.

El incremento de las tasas reajustables obedece a factores tanto externos —relacionados con la recuperación económica mundial— como internos. Estos últimos incluyen una menor inflación esperada en un contexto de tasa nominal que no se acomoda totalmente a las noticias inflacionarias, ajustes de portafolio asociados a la importante caída de la inflación efectiva y el aumento de la oferta de instrumentos de renta fija.

En el último mes, la curva *forward* ha continuado indicando una postergación de las expectativas de alza de la tasa de política monetaria hasta mediados de 2004 (entre 25 y 50 puntos base). Incluso en lo más reciente presentó una leve pendiente negativa en los primeros tramos de plazos. Este escenario es consecuente con la encuesta de expectativas de diciembre.

Las menores expectativas de inflación se reflejan también en una reducción importante tanto de las tasas de interés de captación en pesos con plazos mayores a 90 días, como del diferencial entre tasas de captación nominales y reajustables de uno a tres años. Así, luego que el diferencial de tasas de estas operaciones registrara en marzo el mayor valor (3,4%) desde los atentados terroristas en Estados Unidos, a la fecha se ha reducido al mínimo histórico (1,1%).

Las tasas de interés nominales de colocación durante noviembre mostraron incrementos mensuales solo en las operaciones a menos de 90 días y en las reajustables (arbitraje por variación negativa de la UF). Si bien las colocaciones en pesos a plazos mayores a 90 días presentaron promedios menores a los de octubre, al desagregar por tipo de crédito se observó un aumento en los préstamos de consumo de más de 100 puntos base. A pesar de ello, destaca la importante aceleración de los créditos a personas, con expansiones de 17% real anual para los créditos de consumo —situación que no se observaba desde fines de 1997— y de 11% para los de vivienda (cifras a octubre). A su vez, durante el último año se ha observado un importante dinamismo de las colocaciones de bonos corporativos, en contraposición con los préstamos a empresas que se han mantenido estables. En este punto es importante destacar que de acuerdo a datos más desagregados, las fusiones bancarias de los últimos años no han presentado mayor impacto sobre este tipo de créditos.

En el mercado de renta fija, las colocaciones de bonos alcanzaron durante noviembre a UF 6,5 millones. Con ello el *stock* de deuda en bonos se ubica en UF 360 millones (25% del total de endeudamiento de las empresas en el mercado local). Esta cifra se incrementaría de forma importante durante la primera quincena de diciembre con los anuncios de colocación de dos importantes empresas (UF16 millones, en torno al 20% de lo colocado en el año). Respecto de las TIR medias de estos instrumentos, se ha registrado una caída en las últimas semanas, explicada por la concentración de las transacciones en documentos a plazos más cortos.

En cuanto a los agregados monetarios, el M1A finalizó noviembre con una variación anual de 12%, cifra que se espera disminuya a valores cercanos a 0% en marzo de 2004. Simultáneamente, los agregados más amplios mantienen el débil dinamismo de los meses previos con variaciones en doce meses de entre -2% y 0%, explicadas principalmente por la mayor preferencia de las AFP a invertir en el exterior.



Tipo de cambio

Durante noviembre, el mercado cambiario presentó una relativa mayor estabilidad si se compara con los dos meses anteriores, con el peso fluctuando entre \$620 y \$625 por dólar (promedio de \$625). Sin embargo, en lo más reciente, el peso ha vuelto a mostrar fuertes cambios, al cotizarse bajo \$610 por dólar, niveles que no se veían desde mediados de 2001. Esta evolución del tipo de cambio ha estado influenciada por la favorable trayectoria de los términos de intercambio y la depreciación del dólar en los mercados externos, aunque no ha estado exenta de volatilidades, principalmente por las noticias referidas a posibles atentados terroristas y a la incertidumbre geopolítica global.

Las expectativas respecto de la trayectoria futura de la divisa que se extraen de las cotizaciones de *Bloomberg* indican una depreciación de la moneda local del orden de 1% en doce meses. Un resultado similar se puede observar en la encuesta de expectativas de diciembre.

La apreciación del peso de los últimos meses no solo ha sido respecto del dólar, sino también respecto de otras monedas, tanto en términos nominales (TCM y TCM-5), como reales (TCR y TCR-5). Los índices reales presentan a diciembre una apreciación de entre 8% y 10% respecto del *Informe* de septiembre, llegando en niveles a valores similares a los de mediados del año pasado, con la salvedad de que en esos momentos el tipo de cambio promediaba \$690 por dólar, lo que justamente refleja la depreciación del dólar en los mercados internos.

Desde comienzos de octubre los diferenciales de tasas interna-externa han seguido una trayectoria en forma de "U", principalmente el diferencial real, el que hoy está en niveles similares a los de septiembre pasado. Ello sería un indicio de que la apreciación actual del peso obedece a fenómenos más permanentes, asociados a cambios en las variables fundamentales que lo determinan.

Otro hecho a destacar de las últimas semanas es el importante desalineamiento que se ha registrado entre los diferenciales nominales y reales, atribuido a menor inflación interna esperada en Chile respecto de la del resto del mundo.

Bolsas

A pesar de la aparición de indicadores coyunturales positivos en Estados Unidos, el *Dow Jones* se mantuvo prácticamente constante durante noviembre, mientras el *Nasdaq* creció 1,5%. Por su parte, los indicadores de los ADR presentaron comportamientos disímiles en noviembre, con un alza de 6,7% el latino y una caída de 3,6% el chileno.

En América Latina la actividad bursátil continuó muy positiva, destacando las expansiones de Argentina (6,3%) y Brasil (13,6%) durante el último mes. A diferencia de sus similares de la región, la actividad bursátil de Chile registró una caída de 3,8% en noviembre, aunque con repuntes en los últimos días, en línea con las demás bolsas mundiales. Pese a todo, el IPSA medido en dólares acumula en el año una variación de 67,8%, ocupando el quinto lugar en el ranking de *Bloomberg*. Los sectores minería y servicios financieros han liderado este crecimiento, como consecuencia del alza del precio de las materias primas y la trayectoria de las colocaciones de consumo.

III. Actividad y empleo

Las proyecciones de crecimiento del PIB para el cuarto trimestre no presentan mayores cambios respecto del mes anterior (3-3,5%), con lo que el año 2003 finalizaría según lo anticipado en el *Informe* de septiembre. Para el primer trimestre de 2004 se estima que el PIB crecerá entre 4% y 4,5%, con un mayor empuje de los sectores de oferta, cuya actividad aumentaría cerca de 7% anual en el período. El resto de sectores se expandirá del orden de 3,5%, destacando el sector construcción con un crecimiento cercano a 5%.

En octubre la industria tuvo un desempeño inferior al esperado, explicado principalmente por la menor producción de algunas ramas ligadas al sector externo (producción de celulosa y



maderas), fenómeno que se estima transitorio. Sin embargo, la menor producción industrial fue compensada por un mayor dinamismo en agricultura y comercio.

Respecto de la evolución de la demanda interna, las estimaciones para el cuarto trimestre y para el año también se mantienen constantes respecto del mes anterior, y marginalmente por encima de las consideradas en el *Informe* de septiembre, con expansiones similares a las del PIB. Para el primer trimestre de 2004 se proyecta un aumento anual de algo menos de 5%, liderado por el dinamismo de la formación bruta de capital fijo y la prolongación del significativo aumento de las importaciones de bienes y servicios del cuarto trimestre.

Consumo y existencias

La evolución reciente del consumo ha estado ligada al mejoramiento de las expectativas de los agentes. Así, aunque en noviembre se registró una caída marginal en la encuesta de percepción de Adimark, los resultados desde mediados de año muestran mejores expectativas, alcanzando los niveles más altos desde el tercer trimestre de 1998.

En línea con esta evolución, los indicadores de consumo del Instituto Nacional de Estadísticas (INE) muestran un buen desempeño. En el caso del consumo habitual, las ventas de supermercados del INE continúan mostrando una tasa de crecimiento del orden de 10%, mientras que las ventas del comercio minorista muestran un crecimiento promedio sobre 4% durante los últimos tres meses. La positiva trayectoria de los indicadores de consumo es coherente con la medida a partir de los sectores de origen que se incluye en el PIB, que señala tasas de expansión del orden de 4% a 4,5% entre el tercer trimestre de 2003 y el primer cuarto del próximo año.

En cuanto al consumo durable, en octubre las ventas minoristas de la Cámara Nacional de Comercio continuaron creciendo en términos desestacionalizados, por segundo mes consecutivo. Las importaciones de consumo durable, excluidas las de automóviles, continúan con relativa estabilidad, tendencia que podría volverse más favorable, gracias al aumento de las ventas de este tipo de bienes. Específicamente, las ventas de automóviles han continuado creciendo por encima de lo esperado, aproximándose a las cifras de mediados de 1998.

Durante octubre, los indicadores de existencias continuaron con los incrementos de los meses previos. La relación entre producción y ventas industriales tras sucesivas caídas a partir de fines del primer trimestre se recuperó por tercer mes consecutivo, aunque aún se mantiene en niveles por debajo de los de comienzos de año. El menor nivel de inventarios del tercer trimestre implícito en los datos de demanda reflejados en las Cuentas Nacionales es corroborado por los datos parciales de la encuesta de inventarios, que indica una acumulación menor de éstos respecto de lo que sucedió a comienzos de 2003.

Por otra parte, en noviembre, las importaciones de bienes de consumo real recuperaron moderadamente la tendencia creciente que exhibieron en la primera mitad del año.

Inversión

Los componentes de la inversión muestran señales mixtas en el margen, aunque con una leve tendencia a mejorar en el agregado. En octubre, por segundo mes consecutivo las ventas de bienes de capital (INE) mostraron un dinamismo, rompiendo así la tendencia negativa que traían desde principios de año, comportamiento que ha estado acorde con el de las importaciones de bienes de capital.

En contraste con lo anterior, las ventas del sector inmobiliario de octubre tuvieron una caída anual de 18%, aunque siempre manteniendo niveles bastante elevados. En cuanto al *stock* de viviendas, en noviembre éste se mantuvo constante, llevando a un aumento de los meses necesarios para agotarlo.

Por su parte, la rentabilidad de sociedades anónimas obtenida de las FECU se mantuvo durante el tercer trimestre, en particular, en el sector comercio. El sector industrial y el exportador aumentaron su rentabilidad, retornando a niveles del año 2002.

*Política fiscal*

En el tercer trimestre, el balance fue de $-0,6\%$ del PIB, cifra similar a la del período anterior, acumulando un déficit de $0,9\%$ a septiembre.

El incremento del déficit en el período se explicó tanto por una disminución de prácticamente todas las partidas de ingresos totales, como por el aumento de los gastos corrientes y de capital. El gasto con efecto macroeconómico, en tanto, continuó con una tendencia creciente, la que se estima se revertirá en el último trimestre, acercándose a la proyección de déficit fiscal de $0,8\%$.

Sin perjuicio de lo anterior, para alcanzar el déficit proyectado para el año 2003 ($0,8\%$), en el cuarto trimestre el balance fiscal deberá mostrar un leve superávit: $0,08\%$ del PIB anual según la metodología del Ministerio de Hacienda. Este superávit se lograría por mayores ingresos (mayor recaudación tributaria por alza de IVA y ciclo económico, así como por el más alto precio del cobre) y una caída de gastos considerados transitorios.

Sector externo

En noviembre, las exportaciones FOB ascendieron a US\$1.730 millones, lo que representa un aumento de alrededor de 18% respecto de igual mes del año pasado. Las importaciones FOB, por su parte, aumentaron en aproximadamente 11% al anotar valores por US\$1.620 millones. Las primeras estimaciones de diciembre anotan fuertes expansiones anuales de ambos componentes de la balanza comercial, con niveles proyectados por sobre los US\$1.900 millones (27%) para el caso de las exportaciones, y cercanas a US\$1.730 (25%) para las importaciones.

En relación con el quantum de exportaciones, para el cuarto trimestre se proyecta un incremento de $5,5\%$ anual, acumulando un aumento de $6,5\%$ en el año. El primer trimestre de 2004, las cantidades exportadas crecerán 11% , lideradas por las mineras (16%) y agropecuarias (10%).

Respecto del quantum de importaciones, aumentaría $17,4\%$ en el último trimestre, con lo que el crecimiento anual llegaría a $9,1\%$. En el primer trimestre de 2004, el quantum de importaciones crecería 14% , destacándose el incremento de las importaciones de bienes de consumo (16%) y las de capital (18%).

IV. Precios y costos

En noviembre, el IPC tuvo una variación de $-0,3\%$ a la vez que el IPCX y el IPCX1 cayeron $0,3\%$ y $0,2\%$, respectivamente. Con esto, el incremento en doce meses del IPC llegó a $1,0\%$, mientras que el del IPCX se situó en $1,8\%$ y el de IPCX1 en $1,9\%$. Medidas alternativas de inflación subyacente, como el IPCX2 y las medias podadas de IPC, IPCX e IPCX1 continuaron con descensos en sus tasas de variación en doce meses. En el caso del IPCX2, en noviembre tuvo una variación mensual de $1,8\%$. En cuanto a la mediana del IPCX1, su variación mensual no presenta cambios respecto del mes anterior; por su parte, la del IPCX1, eliminados los efectos estacionales, tuvo un aumento respecto del mes previo.

La caída de los precios del transporte y vestuario, junto con el persistente descenso del precio de los alimentos no perecibles, posiblemente asociado a la competencia de los supermercados, determinaron la baja inflación de noviembre, afectando con distinta intensidad al IPCX y al IPCX1.

La evolución de los precios de los alimentos no perecibles continuó sorprendiendo en noviembre, aunque en magnitud más acotada que en los meses anteriores. Entre septiembre y noviembre, los precios de estos alimentos han caído cerca de 3% , mismo período en que el IPCX y el IPCX1 han aumentado $0,2\%$ y $0,1\%$. Este comportamiento de los precios se supone vinculado al aumento de la competencia que se estaría dando entre las dos principales cadenas de supermercados del mercado nacional.



Cuanto pueda prolongarse esta caída de precios está directamente ligado a la posibilidad de manejar márgenes por parte de las grandes cadenas de supermercados. Por un lado, pese a que han tenido ajustes, siguen superando al resto de los supermercados del mercado nacional para las que existe información. Por otro, de la observación de los episodios de competencia externa, puede concluirse que, en general, los márgenes de los competidores *ganadores* se ubican en torno a 5%, similares al promedio de las grandes cadenas mundiales. En el caso chileno, una de las cadenas competidoras tiene un margen por sobre este nivel, por lo que tendría espacio para intensificar la competencia. La otra está por debajo, 4% si se descuenta el efecto de los gastos operacionales extras del trimestre pasado, lo que le podría restar capacidad de maniobra.

Respecto del efecto en los precios, la evidencia muestra que, pese a que los márgenes se recuperan tras el comienzo de la competencia, esto no se da por la vía del aumento de precios, sino más bien por una reducción de costos y un aumento de la eficiencia. La explicación es el poder que poseen sobre los proveedores, lo que les da espacio para negociar más ventajosamente el costo de sus productos.

Así, es posible que la caída de precios que han tenido los alimentos no perecibles no se recupere en adelante.

La acumulación de información producida en octubre y noviembre indica que, excluidos los precios de los alimentos, los precios del IPCX han mostrado un comportamiento acorde con un traspaso del aumento del IVA. Aunque aún es prematuro afirmar la magnitud del efecto en la inflación, desde septiembre a la fecha, los precios de los productos del IPCX afectados al IVA — excluidos los alimentos— han crecido 1,3% más que los no afectados.

Por el lado de los salarios, en octubre las remuneraciones nominales, medidas por el índice de remuneraciones por hora, tuvo una variación anual de 3,7%, cifra similar a la del mes anterior. Medidas por el índice del costo de la mano de obra, en tanto, su variación anual fue de 3,6%, levemente superior a los meses previos. Esta situación muestra un comportamiento de los salarios algo distinto del que se esperaría de acuerdo con su patrón histórico, ya que el actual incremento de los salarios es menor al de la inflación relevante para efectos de las cláusulas de indexación.

En cuanto a los costos laborales unitarios, octubre marcó el cuarto mes consecutivo de caída en su tasa de crecimiento anual, luego de los *peaks* de mediados de año. Esta evolución, más allá de la de los salarios, apoya un escenario de normalización de la productividad medida.

En cuanto a las expectativas de inflación del sector privado, las que se deducen del diferencial de tasas nominales y reales a dos y cinco años, muestran nuevas caídas respecto de la reunión anterior. Es así como desde un promedio del orden de 1,8% a mediados de noviembre, actualmente se ubican entre 1,5% y 1,6%. Por su parte, los resultados de la encuesta de expectativas al sector privado indican una inflación de 2,3% a un año, cifra levemente por debajo de la del mes pasado. A dos años, la inflación esperada se mantuvo en 3,0%, tal como viene haciendo desde hace más de un año y medio.

Perspectivas de corto plazo

Estimaciones iniciales indican que en diciembre el IPC tendría una variación de -0,1%, con lo que su tasa de variación en doce meses se situaría en 1,3%. La baja en el precio promedio de los combustibles, el remanente del efecto del recorte en la tarifa de la locomoción colectiva en noviembre y el comienzo de la estacionalidad negativa de los precios de los productos perecibles, serían los principales determinantes de este resultado. Compensaría parcialmente el aumento de algunos precios en vivienda y salud y el aumento del costo de los servicios de educación, habitual en esta época del año.

En cuanto a la inflación subyacente, el incremento del IPCX en diciembre sería de 0,1% y el del IPCX1 de 0,3%, con los que la inflación anual de estos índices sería de 1,9% y 2,0%, respectivamente (tabla 3).



Tabla 3

Proyección de corto plazo IPC e IPCX
(%)

	% var. anual			% var. mensual			petróleo (US\$/barril)	TOO (\$/US\$)	Micros (\$)
	ipc	ipcx	ipcx1	ipc	ipcx	ipcx1			
Nov	0,9	1,8	1,9	-0,3	-0,3	-0,2	28,8	625	-10
Dic	1,3	1,9	2,0	-0,1	0,1	0,3	28,0	615	
2004									
Ene	1,0	2,0	2,2	-0,2	0,1	0,2	27,4	615	
Feb	0,2	1,7	2,0	0,0	0,2	0,3	27,2	615	
Mar	-0,6	1,2	1,6	0,4	0,3	0,3	27,1	615	
Abr	-0,3	0,8	1,4	0,2	0,2	0,2	26,8	615	
May	0,3	1,2	1,4	0,3	0,3	0,2	26,4	615	

Modelos alternativos de proyección para el IPCX1 indican trayectorias similares, aunque niveles algo distintos. Con el modelo por componentes, para mediados del segundo trimestre se anticipa una inflación del IPCX1 del orden de 1,3%, cifra que disminuye a 1,1% para la estimación con vectores autorregresivos (tabla 4).

Tabla 4

Proyección de inflación: Modelos alternativos

(% variación anual)

	IPC		IPCX		IPCX1	
	componentes	var	componentes	var	componentes	var
Nov	0,9	0,9	1,8	1,8	1,9	1,9
Dic	1,5	1,1	2,1	1,7	2,2	1,8
2004						
Ene	1,0	0,7	2,1	1,7	2,1	1,7
Feb	0,4	-0,1	1,9	1,4	2,1	1,4
Mar	-0,2	-0,6	1,7	1,3	1,9	1,4
Abr	-0,1	-0,3	1,1	0,8	1,5	1,2
May	0,4	0,2	1,2	1,0	1,3	1,1

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

El señor Valdés señala lo siguiente:

1. En la reunión de política monetaria de noviembre, el Consejo decidió mantener la tasa de política inalterada en 2,75%. Se observó que había varias noticias sustantivas. Mientras la situación internacional continuaba mejorando y se reafirmaba el panorama de mayor crecimiento para los próximos trimestres, la reducción de la inflación era intensa y algo imprevista, debido a la incidencia de factores de oferta. Se estimó que en el año 2004 la inflación se ubicaría en torno a un punto porcentual por debajo de lo anticipado en el último *Informe*, aunque se preveía que a fines del horizonte de política convergería a 3%. Con estos antecedentes, se comunicó que las condiciones monetarias expansivas podían extenderse por un tiempo mayor que el previsto con anterioridad.
2. Como se comenta en la Minuta preparada para esta reunión, desde la última sesión las noticias han continuado, aunque con menos intensidad.
 - La inflación del mes anterior volvió a ser menor que la esperada. Al igual que en los últimos dos meses, parte de la sorpresa continúa ligada a una reducción de precios en



un sector particular (alimentos no perecibles) y parte se explica por la disminución del tipo de cambio. No hay evidencia de que el efecto del aumento del IVA esté siendo diferente al esperado.

- Las proyecciones de crecimiento del mundo para 2004 continuaron consolidándose, mientras el precio del cobre se ha ubicado algo por debajo de US\$1 por libra, casi 5 centavos más que hace un mes y 14 centavos más que hace dos meses.
 - El tipo de cambio nominal ha seguido disminuyendo desde la última reunión, agregando una apreciación de casi 3%. Con esto, desde el último *Informe* se acumula una apreciación de 12,1% en el TCN y de 9,4 % en el TCR.
 - El reajuste salarial del sector público fue de 2,7%, unas décimas por debajo de lo considerado en las proyecciones del último *Informe*.
 - Aunque las perspectivas de mayor crecimiento continúan asentándose, los datos efectivos se mantienen en línea con lo esperado, la confianza de los consumidores es aún alta, los indicadores de consumo han continuado mejorando y el mercado laboral mostró nuevas señales de dinamismo.
3. Los ejercicios de proyección realizados con los antecedentes acumulados modifican a la baja las proyecciones de inflación, especialmente para 2004. Las proyecciones específicas son las siguientes:

Especificación	2003	2004	2005
Inflación IPC promedio anual	2,8	0,8	2,4
Inflación IPC diciembre	1,3	1,8	2,9
Inflación IPCX promedio anual	2,3	1,5	2,5
Inflación IPCX diciembre	1,9	2,3	2,9
PIB	3,2	4,8	5,9

4. Con estos antecedentes, las opciones de política monetaria que aparecen como más plausibles son *mantener* la tasa de interés o *disminuirla*, posiblemente en una magnitud intermedia de 50 puntos base.
5. En esta oportunidad se considera pertinente descartar la opción de *aumentar* la tasa de interés ya que, por el momento, el riesgo de que la inflación se ubique persistentemente por sobre 3% en el horizonte de política es reducido. Ello a pesar de que se han acumulado factores que probablemente sostendrán una expansión de la actividad en los años 2004 y 2005 mayor que la considerada hasta el mes pasado. La proyección de inflación promedio para los próximos 24 meses se ubica cerca de 2% (1,6% el IPC y 2% el IPCX).
6. Al igual que en la reunión pasada, una justificación importante para *disminuir* la tasa de interés son las consecuencias de las noticias acumuladas en los últimos tres meses sobre las proyecciones propias de inflación. En el escenario más probable, la inflación se proyecta actualmente por debajo de 3% de manera más persistente y prolongada que el mes pasado, llegando a fines del horizonte de política (diciembre de 2005) ligeramente por debajo de 3% y ubicándose más tiempo (casi seis trimestres) por debajo del rango meta. Detrás de este escenario de proyección —que supone plena credibilidad de la meta de 3%— subyacen tres factores principales: como fuente principal de menores precios la apreciación que ha acumulado el tipo de cambio, y como fuente de mayores presiones inflacionarias el supuesto de una reversión solo parcial y pausada de la compresión de precios observada en el sector alimentación, y un crecimiento en el año 2004 y en el 2005 de cerca de medio punto porcentual más que el considerado en el último *Informe*. Este escenario también da cuenta de los efectos esperados del reajuste salarial del sector público.



7. Además de hacer frente a este panorama de menor inflación, se puede argumentar a favor de acomodar la instancia monetaria para prevenir el sesgo contractivo que inducen las perspectivas de menor inflación, con una tasa de interés nominal dada. A este respecto, cabe señalar que, pese a la fuerte reducción que han tenido las tasas nominales de mediano plazo en los últimos dos meses, en el margen las tasas reales se han movido al alza. En la reunión pasada se argumentó que mantener la actual posición expansiva por un tiempo más prolongado tiene, en principio, un efecto similar al de una rebaja de tasas, y que para que este mecanismo opere, es necesario que el mercado perciba que éste será el caso. De hecho, el comunicado de la reunión de política monetaria reflejó justamente esta idea. Hasta ahora, el mercado parece considerar un acomodo *pari passu* de la menor inflación, no la perspectiva de una menor tasa real. Aunque esto último podría reflejar las mejores expectativas de crecimiento, en concreto la trayectoria esperada de la política monetaria no parece percibirse como más expansiva, a pesar de los *shocks* observados.
8. Otra justificación para *reducir* la tasa de interés es el nivel y persistencia que muestran algunas medidas o *proxys* de inflación esperada a mediano plazo, las que podrían ser coherentes con una pérdida de credibilidad del ancla de 3%. Especial mención merecen los diferenciales de tasas de interés entre operaciones nominales y reajustables a dos y cinco años, las que se ubican ya por cinco semanas por debajo de 2%. Aun considerando la inflación de los próximos dos años, la inflación *forward* de tres a cinco años implícita en este diferencial se ubica en torno a 2%. Es difícil pensar que estas cifras se expliquen plenamente a partir de los cambios en los premios por riesgo que exige el mercado. En cambio, ellas podrían reflejar la discusión que ha emergido entre algunos analistas sobre la posibilidad y conveniencia de bajar la meta de inflación. La importancia del asunto radica en que la dinámica de la inflación se ve influida por las propias expectativas inflacionarias, por lo que tales dudas podrían retardar aun más la convergencia al centro del rango meta. Si bien la comunicación del Banco Central tiene un rol importante en la clarificación de este punto, una reducción de la tasa de interés permitiría precisar definitivamente que la meta de 3% no estará bajo revisión. Por último, dado que en los próximos meses se esperan registros de inflación especialmente bajos, hay riesgos de que este tema siga latente en el ambiente.
9. La opción de *mantener* la tasa puede justificarse considerando que se enfrenta un *shock* de costos que, con credibilidad plena y más allá de sus efectos que se transmiten a través de cláusulas de indexación, solo alteraría el nivel de precios y no la inflación. Ello se verifica en que las proyecciones a mayor plazo, en particular para el año 2006, no difieren sustancialmente de las contenidas implícitamente en el último IPoM. Como es bien sabido, por sus efectos rezagados (y variables), la política monetaria tiene limitaciones a la hora de corregir las consecuencias de un *shock* de costos sobre la trayectoria de la inflación. Este argumento, sin embargo, depende críticamente de la credibilidad de la meta de inflación.
10. La opción de *mantener* también se justificaría si una evaluación revelara que el mayor crecimiento esperado de la economía compensa los efectos de los *shocks* de costos mencionados, especialmente en un horizonte de cuatro a ocho trimestres. Factores como la recuperación que muestra la economía mundial, los mejores términos de intercambio y las positivas condiciones financieras internacionales podrían efectivamente apresurar el proceso de cierre de holguras. Es un escenario de riesgo que se debe sopesar ya que su eventual materialización es probablemente el mayor inconveniente que enfrenta una reducción de la tasa de interés. Con todo, por ahora hay pocas indicaciones concretas de que el panorama de crecimiento sea sustancialmente diferente del considerado en el *Informe*.
11. Respecto de la magnitud de una eventual reducción de la tasa de política monetaria, se considera que un recorte de solo 25 puntos base puede ser algo tímido y a la vez generar ruidos que sean más costosos que los beneficios que busca la medida. Aunque podría ser suficiente para orientar la inflación a fines del horizonte de política hasta 3%, su efecto en la inflación promedio de 2005 es menor. Además, no sería extraño que, en ese caso, la discusión sobre un nuevo recorte se mantuviera por algún tiempo. Por otro lado, considerando parámetros históricos, un recorte de 50 puntos base (respecto de la



trayectoria implícita sin esa rebaja de tasas) permitiría aumentar la inflación promedio en aproximadamente 0,1% y 0,2% el primer y el segundo año, respectivamente, aumentando hasta en 0,3% a fines del horizonte de proyección. Finalmente, un recorte de 75 puntos base podría ser excesivo considerando, por un lado, las expectativas que existen para esta reunión (la encuesta revela mayoritariamente la opción de mantención de la tasa en 2,75%, con una minoría de 22% de las respuestas apuntando a una reducción de no más de 50 puntos base) y, por otro, el desvío respecto de 3% que muestran las proyecciones de inflación a fines del horizonte de proyección. Además, cabe consignar que para asentar la meta de inflación en 3%, puede ser suficiente reducir la tasa de política monetaria, sin que la magnitud de dicha reducción sea lo principal. Esto porque, por ejemplo, el solo hecho de reducir la tasa de política monetaria sería incoherente con querer orientar la inflación hacia una meta de mediano plazo de 2%.

12. En temas de orden más bien táctico, cabe considerar que, en el actual escenario, es probable que un recorte de tasas no tenga una duración particularmente prolongada. Ello por el fuerte impulso monetario que existe en la actualidad, que aumentaría con el recorte de tasas, y por el escenario de mayor crecimiento que se va asentando. Como se ha argumentado otras veces, una reversión de política transcurrido un tiempo muy breve es costoso para la comunicación y comprensión de la política monetaria. En el escenario actual, sin embargo, es probable que el tiempo para iniciar una reversión sea de algunos meses. Esta duración acotada también podría limitar la intensidad de los efectos del cambio de la tasa de política monetaria sobre las tasas de interés de largo plazo y el tipo de cambio. No es evidente, sin embargo, que la respuesta a este supuesto menor efecto sea un menor o mayor activismo.

El Presidente ofrece la palabra para discutir las opciones.

El Gerente General, don Camilo Carrasco, piensa que un movimiento de tasas hoy día tiene un efecto menor sobre la economía, especialmente si se consideran los mecanismos tradicionales de transmisión de la política monetaria, sin embargo, cree que hay un efecto señal que puede ser muy importante. Este efecto señal lo entiende como el mensaje que el Banco Central quiere dar al mercado o a los agentes económicos sobre qué aspectos le preocupan en este momento en el ámbito de su acción. Y en eso, dice, cabría preguntarse si preocupa que la inflación pueda irse por encima del rango meta y él diría que no, al menos en los próximos 24 meses. Además, a su juicio, si llegara a presentarse esa preocupación dentro de ese horizonte, cree que el Banco Central tiene la capacidad para reaccionar oportuna y suficientemente, sin causar ningún drama en la economía. No comparte la opinión que el Banco Central, por bajar la tasa hoy, no la pueda subir en unos meses más si las condiciones así lo ameritan.

Que la inflación pueda permanecer por un período prolongado por debajo del rango meta, a su juicio, es realmente una preocupación concreta y real. No está hablando de deflación, dice, es simplemente una situación que puede ser perjudicial para la economía y que puede prolongar innecesariamente tanto eventuales presiones para que se cambie la tasa o presiones para cambiar la meta. En esa circunstancia, cree que es más sano tomar una decisión de baja hoy, pero explicando con mucha claridad cuál es el mensaje de esa decisión, que se desea minimizar el riesgo de permanecer durante más tiempo que el prudente, con una inflación excesivamente baja y que igualmente se desea transmitir el mensaje que la inflación no superará el 3% en un largo horizonte y que si surge ese riesgo, el Banco Central puede revertir con toda oportunidad el grado de expansividad de su política monetaria.

El Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann, manifiesta que de manera análoga a como ocurrió en la reunión pasada, parece nuevamente un desafío, en términos comunicacionales, la decisión que se tome. Esto, en el sentido de que básicamente se tendrá que hacer hincapie en las novedades que puedan haber respecto de hace un mes atrás, y que eventualmente pudiese inducir a una decisión en términos de política monetaria distinta. En este sentido, es claro que las noticias, al menos en términos de actividad, han sido



más bien positivas, existiendo hoy día mayor certeza respecto a la recuperación de la economía, bajo el contexto de un escenario externo que se ha afianzado. Por lo tanto, en términos de comunicación naturalmente el análisis tendría que venir más bien por el lado de los precios, en el sentido de que habría una mayor persistencia de lo que se anticipaba en las caídas de precios, asociada a la competencia que se observa en algunos sectores, especialmente supermercados.

El Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera, señala que a partir del escenario planteado por la Gerencia de División Estudios para los próximos dos años, le parece que las conclusiones principales son de que habrá un período largo en que la inflación probablemente estará por debajo de la meta y el rango de tolerancia, y que esta situación se debe, en lo principal, a un shock de costos. Si el público entendiera que ésta es la situación y que se trata de una disminución transitoria de la inflación, cree que la recomendación de política monetaria sería mantener la tasa de interés sin cambios. Sin embargo, concuerda que puede existir un riesgo de que las expectativas inflacionarias disminuyan durante el largo período de inflación baja que prevé el Informe, lo que en la práctica podría aumentar el costo real del crédito. Por otra parte, le parece que la discusión sobre un eventual cambio de la meta inflacionaria que se ha generado por los diarios es artificial, sin sustento real en la sociedad. También le parece que la recuperación de la economía que se proyecta para el próximo año es modesta en comparación con la mejoría en los fundamentos de la economía internacional, la mejoría en el precio de los activos y las condiciones financieras, y otros antecedentes relativos a las expectativas internas. Las proyecciones preliminares revisan en medio punto porcentual positivo el crecimiento de la economía mundial, un punto porcentual completo el ingreso disponible, en dos puntos porcentuales positivos la demanda interna y eso se refleja solo en 0,3 décimas más de crecimiento del PIB para el próximo año. Esta revisión parece muy modesta en comparación con el resto de los antecedentes, pese a que aún no se han visto cifras concretas respecto de este mayor dinamismo. Si se comienza a evidenciar este escenario de franca recuperación, la probabilidad de que luego de disminuir las tasas se deba hacer una reversión rápida de la política monetaria aumenta.

Considerando lo anterior, si la intención del recorte de tasas es reafirmar la credibilidad de la meta, y no resolver un problema de demanda, entonces sería suficiente un recorte marginal de la tasa de 25 puntos base. Sin embargo, si el escenario de recuperación del crecimiento evoluciona en línea con lo que aquí se ha proyectado, entonces existe espacio para un recorte adicional de la tasa.

El Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés, cree que el comentario del señor Herrera es muy válido, señalando que ciertamente existen dudas respecto del efecto que tendrán cambios en el crecimiento en el mundo sobre el crecimiento de Chile. No obstante, las dudas más importantes no tienen que ver tanto respecto de que se materialice esa elasticidad, sino que sobre el escenario base sobre el cual se aplican estas elasticidades y deltas. Explica que cuando se comienza a tener proyecciones que se desvían excesivamente respecto de las de los analistas y el mercado, se está corriendo un riesgo innecesario. Entonces, más que la defensa del efecto del cambio en el escenario internacional, señala que tiene dudas respecto de que el crecimiento efectivo al final vaya a ser sustancialmente mayor al que se preveía en el IPOM anterior, bajo condiciones algo diferentes. Concluye en que se está siendo ex profeso cauteloso en el efecto que tiene el cambio en el crecimiento internacional sobre las proyecciones, pero la razón es que no existe base o nivel inicial sólida sobre la cual se hacen los ejercicios de cambios de proyección.

La señora María Eugenia Wagner manifiesta que más allá de las opiniones ya expresadas por el Ministro de Hacienda en reuniones sostenidas con el Presidente del Banco, el gobierno reitera la confianza en el Banco Central y su criterio para conducir la política monetaria.

Señala que tales opiniones han traducido la percepción por parte del gobierno que dadas las actuales tendencias de la actividad económica y del tipo de cambio, es altamente posible que la inflación se mantenga por debajo del centro del rango meta en el



futuro previsible. Si el Banco Central compartiera este diagnóstico y consecuentemente decidiera reducir los tipos de interés, el gobierno estima adecuado que la reducción sea lo más significativa posible dentro de lo que se estimare prudente, a objeto de evitar que en el futuro cercano se pudiese necesitar ulteriores reducciones que confundirían a los agentes económicos respecto del rumbo de la reactivación.

El Consejero señor De Gregorio manifiesta que ya por algún tiempo se han venido asentando proyecciones de inflación por debajo de 3% en todo el horizonte de políticas. Más aún, hoy se afianzan las perspectivas de una inflación anual media debajo de 1% el año 2004, e incluso llegando un par de meses a ser negativa. En suma, y a modo de resumen, se puede afirmar que la inflación está en torno a 50 puntos base debajo del centro del rango meta en 24 meses. En dicha trayectoria la inflación siempre estará por debajo de 3% e incluso muchos meses se ubicará fuera del rango meta. Esto reafirma la idea, ya enunciada en la reunión pasada, que se justifica una rebaja de la tasa de política monetaria. De todas las razones que se podrían esgrimir para mantener la tasa, la única que parecía válida era el riesgo de que la actividad se recupere más rápido de lo esperado. Efectivamente eso puede ocurrir, pero en el escenario actual ni con un crecimiento más acelerado, dentro de márgenes razonables, la trayectoria de la inflación se revertirá significativamente. Es cierto que se podría crecer aún más, pero, en la medida que haya más crecimiento, el impulso monetario se puede reducir cuando eso ocurra.

Es cierto que no parece conveniente bajar las tasas de interés ante la posibilidad que luego las tasas comenzarán a subir. Sin embargo, cree que es aún más riesgoso mantener cautela en un escenario de caída persistente de la inflación, e incluso un potencial, aunque no muy probable desanclaje de la meta.

Dado el esquema de metas de inflación, donde la inflación -y no el producto ni el tipo de cambio- es el objetivo de política y lo que debe guiar las decisiones del Consejo, a su juicio, se justifica una baja de tasa de interés.

Hay que argumentar y sobreenfatizar mucho sobre los riesgos de mayor crecimiento para sugerir cautela, pero el escenario central es contundente. Lo que una rebaja de tasa de política monetaria permite es que los mecanismos de transmisión de la política monetaria operen por la vía de aumentar el producto, es decir, reducir la brecha y depreciar el tipo de cambio. Esto significa que desde el punto de vista de la meta de inflación hay espacios para un crecimiento del PIB algo mayor y un tipo de cambio más depreciado.

Es importante destacar el tema cambiario que nos acompañará por un tiempo prolongado. La intervención cambiaria más efectiva es por la vía de la tasa de interés, y precisamente una rebaja de tasas lo que estará indicando es que la política monetaria está abriendo espacios para una depreciación mayor, o una apreciación menor. Desde el punto de vista del Banco Central debería estar claro que se habrá hecho lo más eficiente para debilitar el peso. Nadie puede argumentar que producto de distorsiones monetarias u otro desequilibrio macroeconómico se produce una apreciación del peso. Dado los espacios inflacionarios una reducción de tasas, aunque de efectividad limitada, quita presión sobre el tema cambiario y deja muy claro la forma en que opera el tipo de cambio flexible en un esquema de metas de inflación.

Se puede argumentar que el mercado no espera rebaja de tasas, lo que representaría una sorpresa. Efectivamente eso es lo que se quiere transmitir si el mercado o no posee la evidencia que aquí se tiene, o no entiende bien nuestra manera de hacer política monetaria. Es importante que el mercado entienda la forma de hacer política monetaria bajo esquemas de metas de inflación.

Desafortunadamente este mensaje puede ser debilitado por las opiniones de importantes autoridades del país, señalando la conveniencia de una rebaja de tasas. No es que haya problemas con el hecho que la gente opine, si hasta hay un grupo externo que da su opinión sobre lo que ellos consideran ser la decisión más adecuada exactamente un día antes de la reunión de política monetaria. Sin embargo, cuando autoridades de gobierno, o incluso



de quienes deberían evaluar nuestro accionar, dan sugerencias, nuestras decisiones, por más convicción que se tenga en ellas, pueden tener una interpretación confusa al mezclar el tema de la independencia del Banco Central.

Sabe que se toman las decisiones con plena autonomía, no obstante, y tal como se ha venido observando en la prensa, se argumentará que la decisión del Consejo puede haber sido la respuesta a presiones, en particular, de aquellos que opinan que la tasa no se debiera bajar. Sin embargo, ello no es una justificación suficiente para mantener cautela.

¿De qué magnitud debería ser una rebaja de tasas? De ocurrir una baja de la inflación, ya sea en la esperada en el horizonte de política o ya sea en la inflación actual, de acuerdo a la forma que se quiera pensar en algún tipo de regla de política monetaria, la reducción de tasas debería ser mayor que dicha caída de la inflación. Esto eliminaría la opción de 25 puntos base. Hay también una razón estratégica para descartar esta opción y es que dada las sugerencias que se ha recibido, una movida relativamente agresiva, en la medida que se justifique por supuesto, permite eliminar la sensación que se puede estar actuando por presiones externas. Hay que considerar también que en la medida que durante el próximo año, en particular durante el primer semestre, se observen inflaciones anuales negativas y por debajo del 1%, se estará nuevamente sometidos al cuestionamiento que aún se debe relajar más la política monetaria. Sin embargo, eso no constituirá ninguna noticia nueva, pues ya es parte de las proyecciones. Es importante transmitir esto al mercado y al mismo tiempo actuar con algún grado de agresividad hoy día para dejar claro que esta decisión es con toda la información y proyecciones disponibles sobre el curso de la inflación. No se justifica quedar con "deudas" en materia de tasas, y por ello piensa que de bajarse las tasas hoy no se debería volver a contemplar esta opción en la medida que no haya nuevos antecedentes en el horizonte de política.

A su juicio, se podría optar entre una rebaja de 50 o 75 puntos base y piensa que esta última opción no es para nada descartable. Señala que no tiene argumentos convincentes para descartar una u otra alternativa, pero dada la presentación de las opciones de política, indica que una reducción de 50 puntos base pareciera ser la que mejor recoja las percepciones y los juicios del Consejo.

El Consejero señor Desormeaux señala que la presentación de la Gerencia de División Estudios ha sido muy clara y que recalca lo mismo que se manifestó en la reunión del mes de noviembre en el sentido que se está frente a un shock de oferta que, en este caso, se ha amplificado y frente al cual la política monetaria está mal equipada para actuar. Se señala que en presencia de plena credibilidad de la meta, la inflación va a converger -aunque este shock sea más amplificado, aunque tal vez más lentamente- al 3% de inflación establecida como meta del Banco Central.

Paralelamente con este shock de oferta más fuerte se señala también que existen mejores perspectivas de la economía internacional y que como resultado de esto, las perspectivas de crecimiento futuro de la economía chilena son más auspiciosas y esto, en parte, compensa el efecto deflacionario o este shock de oferta.

Indica que el elemento nuevo que hay en esta reunión, más allá del hecho que el shock de oferta parece como más severo, es fundamentalmente la preocupación que se ha mencionado por un eventual desanclaje de expectativas, lo cual podría hacer más difícil retomar la trayectoria de la meta de inflación de 3%. A esto se suma un segundo factor que si las expectativas se desancian, esto pasaría a tener un efecto contractivo no deseado en la política monetaria y es lo que coloca hoy día sobre la mesa la posibilidad de un recorte de tasa.

Desea hacer énfasis en algo que señaló el señor Herrera. El riesgo que tiene una decisión expansiva hoy día, un recorte de tasa, es que la economía chilena podría muy bien tomar un curso más expansivo que el que ha sido considerado acá, y el propio Departamento de Estudios reconoce que ellos han sido muy cautelosos con las proyecciones de crecimiento. ¿Por qué? Porque en el pasado las proyecciones de crecimiento, por lo general, han terminado siendo algo más optimistas de lo que en la práctica se ha verificado.



Pero todos los antecedentes que hoy se presentan, refuerzan la idea de una economía internacional muy robusta y la economía chilena es una economía extraordinariamente abierta e históricamente, por lo tanto, es muy sensible a lo que ocurre con la economía internacional, por lo que no se puede descartar que la recuperación de la economía chilena tome un curso mucho más dinámico que el que está previsto en este análisis. El riesgo que se corre al usar el instrumental monetario para estimular la economía, es que al cabo de unos pocos meses se tenga que revertir esto y el acto de hoy día sea percibido como un acto temerario que, obviamente, afectaría en alguna medida la credibilidad del Banco Central.

Desde esa perspectiva surge como una alternativa a una baja de tasa, actuar sobre el verdadero problema que se está enfrentando hoy día que es el problema del desanclaje de expectativas a través de otros medios, de otros mecanismos. Si se pudiera hacer aquello, se corre menos riesgos manteniendo la tasa de interés y esperar, de esa manera, tener más información.

Por último, señala que algunos antecedentes que fueron mencionados por la Gerencia de División Estudios, como por ejemplo, una recuperación interesante que se está viendo en las importaciones de bienes de capital a ritmo de 20% sugiere que, a lo mejor, se está justamente a pocos meses de asistir a esa recuperación de la inversión que es lo que ha estado faltando para que esta recuperación realmente asuma un mayor dinamismo.

En suma, manifiesta el Consejero señor Desormeaux que la decisión de hoy es bastante difícil y en la que, en principio, preferiría optar por mantener la tasa, pero está dispuesto a sumarse a una mayoría si es que ésta se produce a favor de una baja de tasa.

La Consejera señora Ovalle señala que, en relación a la reunión pasada, de acuerdo a la información disponible, nos encontramos con una nueva disminución de la inflación esperada para el año 2004 y el año 2005. A ello se agregan datos más positivos respecto a la recuperación del crecimiento mundial, el mejoramiento de los términos de intercambio y también se ha observado una apreciación mayor del peso junto a condiciones financieras globales menos volátiles. A nivel interno, las perspectivas de crecimiento continúan consolidándose y se mantiene la confianza de los consumidores. No obstante, el panorama positivo en términos de crecimiento no compensa la baja de la inflación esperada para los próximos trimestres, aún con la tasa de política monetaria actual.

Las proyecciones de la Gerencia de División Estudios muestran que durante todo el horizonte de proyección la inflación se va a mantener bajo el 3% y durante los próximos trimestres estará bajo el 2%. Las principales causas de este panorama inflacionario son, en primer lugar, un escenario cambiario distinto al proyectado en septiembre que ha implicado una rápida apreciación de la moneda, no anticipada, con un traspaso importante a precios. En segundo lugar, han contribuido los menores márgenes de comercialización debido a la fuerte competencia, principalmente, en el rubro alimentos. Finalmente, el reajuste del sector público menor que el previsto en las proyecciones de mediano plazo. De estos elementos, la mayor incidencia en los precios la ha tenido el tipo de cambio.

De este modo, la discusión sostenida en la reunión anterior sigue muy presente y con más fuerza sobre las opciones de mantener o bajar la tasa de política monetaria. La reducción de las proyecciones de inflación para los próximos 24 meses es la desviación mayor y más persistente esperada desde que se estableció el rango, por lo que cree que el argumento de simetría respecto a las decisiones es válido y consecuente con el esquema de política. Bajar la tasa de política monetaria, en esta ocasión, es actuar con simetría y agrega credibilidad al actuar del Banco Central para mantener su meta y permite, en cierto sentido, una labor pedagógica ya que siempre se ha sostenido que se actuará en ambas direcciones. Hacerlo esta vez da un respaldo en caso de que el Consejo enfrente una situación inversa y de alguna manera es una señal al mercado de que se está reafirmando el rango. Asimismo existe holgura suficiente para hacer uso de la tasa de política monetaria como instrumento de política y al tomar esta decisión, se transmitiría a los agentes consistencia en el actuar. Por ello, no cree relevante el argumento de que no se debe hacer un movimiento de tasas porque un eventual recorte puede no tener una duración prolongada en el tiempo, en consideración a lo



expansiva de la tasa actual y las perspectivas de mayor crecimiento. Pero también, en el corto plazo, se puede hacer uso de nuestro instrumento en el sentido inverso si es necesario, lo que no va en contra del objetivo del Consejo. A lo anterior se agrega la necesidad de reconocer, que en virtud del nuevo escenario para la inflación, nuestra tasa actual ha perdido expansividad, ya que, cuando se fijó, se estaba pensando en una inflación de 3% para el horizonte de política y hoy la situación es distinta.

A su vez, las expectativas de inflación del mercado a todos los plazos se han corregido a la baja. Los diferenciales de tasa muestran expectativas bajo el 2%. El efecto de estas menores expectativas puede retrasar la convergencia al centro del rango, sobretodo considerando la baja inflación esperada en el corto plazo.

En síntesis, aún considerando que la principal causa de los bajos niveles de inflación observados y proyectados radica en shocks de oferta, sus consecuencias sobre el IPC total son persistentes en el caso actual, según lo muestran las proyecciones de inflación presentadas por la Gerencia de División Estudios. Sin duda, se está frente a una situación compleja en que la inflación se desvía en forma prolongada por debajo del piso del rango meta. Esto puede implicar que una eventual disminución de la tasa de política monetaria, dados los rezagos con que se sienten sus efectos, puede resultar poco efectiva y a destiempo. Sin embargo, tal como se dijo anteriormente, cree que es importante ser consistente con el actual esquema de metas de inflación y reconocer que habiendo holguras para bajar la tasa de política monetaria hay que aprovecharlas y dar una señal que en el corto plazo puede ser beneficiosa como incentivo a la demanda, aunque a mediano plazo tenga un efecto poco significativo.

Es necesario seguir enfatizando que el principal objetivo es mantener la inflación en un rango de 2% a 4%, centrado en 3%, y que esto se logra según las cifras en el horizonte de política. En la búsqueda de este objetivo nos comprometimos a ser lo más eficientes posibles desde una perspectiva de crecimiento y empleo. En otras palabras, se debe transmitir al mercado que es fundamental para la política monetaria mantener la inflación en torno a la meta, pero si para ello hay más de una trayectoria posible para la tasa de política monetaria, se escogerá aquella que tenga el menor sacrificio potencial de crecimiento de la demanda interna, de la actividad económica y del empleo.

Cree que en esta coyuntura, una baja de tasa es la alternativa que más se ajusta al compromiso del Consejo y por ello, está por una disminución de la tasa de política monetaria en 50 puntos base.

El Vicepresidente señor Marshall manifiesta estar de acuerdo en bajar en 50 puntos base la tasa de política monetaria.

El Presidente señor Corbo manifiesta que está de acuerdo en que el accionar del Consejo debiera estar solamente determinado por el objetivo central que es la estabilidad de precio que la han definido como una inflación centrada en 3% en un horizonte de 4 a 8 trimestres. Ese, dice, debería ser el modo de accionar, independiente de recomendaciones que se reciban de otra forma. Dentro de ese accionar, señala que no hay duda que las proyecciones que ha presentado la Gerencia de División Estudios muestra que durante todo el escenario de proyección, la inflación va a estar bajo el punto medio del rango meta, terminando en el cuarto trimestre del año 2005 en una inflación de 2,5%, medio punto por debajo del rango meta.

No hay duda también que de las proyecciones que ha presentado la Gerencia de División Estudios se deduce que existe una alta probabilidad que la abrupta e inesperada baja de la inflación observada en los últimos tres meses tenga un carácter más permanente de lo inicialmente estimado, llevando a que en todo el escenario de proyección la inflación se estacione por debajo del 3% bajo el supuesto de plena credibilidad en la meta de inflación. Una prolongación de una inflación muy por debajo del punto medio del rango meta puede, además, tomar una peligrosa dinámica -por una eventual corrección a la baja en la inflación



esperada de parte de los agentes económicos que la deje muy por debajo del punto central del rango meta, por la inercia inflacionaria y por la creciente presencia de contratos nominales en el sector financiero- que puede llevar a perpetuar, incluso más allá de nuestro escenario de proyección, una inflación bastante por debajo del 3%.

En el actual esquema de metas de inflación, el Consejo considera que una inflación centrada en 3% es un nivel adecuado para acomodar cambios en precios relativos y para evitar que shocks inesperados de oferta -como lo que se ha experimentado en los meses recientes- terminen por generar un período prolongado de bajas de precios (el riesgo de deflación). Dado lo anterior, la política monetaria tiene un rol clave que jugar para reducir la probabilidad que la inflación se estacione por debajo del 3% por un período prolongado de tiempo. Señala que es conveniente destacar que también existe el riesgo que con la consolidación de un escenario externo de franca recuperación de la economía global se termine con una aceleración del crecimiento -por encima de lo proyectado hoy- que lleve a un estrechamiento más rápido de las brechas de producto y de desempleo, con un rebrote inflacionario hacia el final del escenario de proyección. Sin embargo, con la información disponible hoy el riesgo de una inflación que se estacione por un período prolongado de tiempo por debajo del 3% supera al riesgo de una aceleración aún más pronunciada del crecimiento que termine llevando la inflación por encima del 3%. Además, si la nueva información disponible incrementa la probabilidad de un rebrote inflacionario, el Consejo como es habitual evaluará la conveniencia de alterar el curso de la política monetaria.

Por lo anterior, señala el señor Corbo que también vota por una rebaja de 50 puntos base en la tasa de interés, como una forma de asegurar que las expectativas de inflación vuelven en torno a la meta para defender la meta del 3% y eso debiera estar muy fuertemente reflejado en el comunicado.

Se somete a votación las opciones presentadas, manifestando los señores Consejeros su decisión de reducir la tasa de política monetaria en 50 puntos base.

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

56-01-031211 – Tasa de Política Monetaria.

Se acuerda reducir la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base, desde 2,75% a 2,25% anual. Los tramos de la línea de crédito de liquidez se ajustan también en 50 puntos base.

V. Comunicado

“ En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central resolvió, por la unanimidad de sus miembros, reducir la tasa de interés de política monetaria desde 2,75% a 2,25% anual.

Desde la última reunión se han acumulado antecedentes que indican que las presiones de precios son menores a lo previsto. Tanto la inflación anual del IPC como la inflación subyacente IPCX, que excluye algunos bienes cuyos precios son más volátiles, se encuentran bajo 2%, pudiendo incluso la primera llegar a valores negativos en algunos meses del primer semestre del próximo año. A pesar de que la evolución reciente de la inflación se explica por la incidencia de factores de oferta, el reducido nivel que ella ha alcanzado, su persistencia y el efecto que ha tenido sobre las expectativas inflacionarias a mayor plazo configuran en la actualidad un riesgo relevante de que la inflación sea indeseadamente baja por un tiempo prolongado. El movimiento en la tasa de interés de política monetaria es coherente con acotar este riesgo, manteniendo las proyecciones de inflación, en el horizonte habitual de política de 24 meses, en torno a 3%.



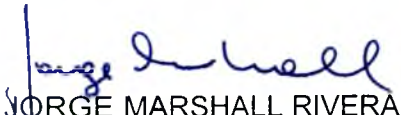
BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 56
Política Monetaria
11.12.2003 20.-

Con relación a la actividad, la información más reciente confirma la mejoría de los términos de intercambio, en particular del precio del cobre, y del panorama de crecimiento mundial para el próximo año, mientras se afianzan condiciones financieras internacionales positivas. Estos factores, unidos a mejores expectativas internas y al impulso monetario, consolidan el panorama de mayor crecimiento de la actividad previsto para los próximos trimestres.

El Banco Central reafirma su objetivo de alcanzar una inflación centrada en 3%, en el horizonte habitual de política, y reitera que continuará usando sus políticas con flexibilidad, de manera de enfrentar las desviaciones que se proyecten en cualquier dirección, respecto de la trayectoria esperada de la inflación en relación con la meta establecida."

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17,45 horas.



JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente



VITTORIO CORBO LIOI
Presidente



JORGE DESORMEAUX JIMENEZ
Consejero



MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera



JOSE DE GREGORIO REBECO
Consejero



MARIA EUGENIA WAGNER BRIZZI
Ministra de Hacienda (S)



JORGE COURT LARENAS
Ministro de Fe (S)