



ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION DE POLITICA MONETARIA N° 77
Celebrada el 12 de mayo de 2005

En Santiago de Chile, a 12 de mayo de 2005, siendo las 11,30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Vittorio Corbo Lioi y con la asistencia del Vicepresidente don José De Gregorio Rebeco y de los Consejeros doña María Elena Ovalle Molina, don Jorge Desormeaux Jiménez y don Manuel Marfán Lewis.

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

Asisten también:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;
Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldívar;
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;
Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic Marinovic;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva;
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;
Gerente de Información e Investigación Estadística, don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Comunicaciones, don Eduardo Arriagada Cardini; y
Secretaria Ejecutiva Gabinete de la Presidencia, señora Cecilia Feliú Carrizo; y
Secretario General, don Jorge Court Larenas.

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

Asimismo, el señor Presidente informa que ha invitado a esta Sesión al señor Jorge Pérez Etchegaray, con el propósito de tener la opinión de la Gerencia de División Política Financiera, en ausencia del Gerente de dicha División.

Agrega, el señor Presidente que también, se ha invitado al señor Enrique Orellana Cifuentes, Jefe Departamento Análisis de Coyuntura de la Gerencia de Análisis Macroeconómico y al señor Claudio Soto Gamboa, Economista Senior de la Gerencia de Investigación Económica.

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

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de noviembre 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 expansión de la actividad económica y la convergencia de la inflación a 3% siguen encaminadas dentro de lo previsto y, en particular, la trayectoria subyacente de la inflación no ha deparado mayores sorpresas. Las holguras de capacidad se siguen reduciendo, a pesar del mayor crecimiento de tendencia que está mostrando la economía, gracias al incremento tanto de la inversión como de la fuerza de trabajo. El mayor precio del petróleo se ha hecho notar en el precio interno de los combustibles, pero su incidencia en el ingreso nacional se ha visto más que compensada por el alto precio del cobre. El riesgo de un crecimiento mucho mayor del gasto privado se ha atenuado, influido por el efecto del elevado precio del petróleo en el ingreso de los hogares. Así, la economía chilena continúa transitando de manera saludable por la actual etapa expansiva, ahorrando parte del incremento temporal de los ingresos, mientras las principales variables asociadas a actividad y gasto son coherentes con el diagnóstico de repunte cíclico de hace algunos meses.

El escenario de crecimiento mundial esperado para este año y el próximo no ha variado sustantivamente respecto de comienzos de año, aun cuando los riesgos inherentes han aumentado de modo importante. Las percepciones del mercado apuntan a un escenario algo menos positivo, especialmente por la incertidumbre sobre la trayectoria que seguirá el precio del petróleo y sus efectos en la economía mundial. Respecto de esto último, es difícil evaluar con exactitud sus implicancias sobre otras variables, como el crecimiento mundial, la inflación y la política monetaria de las principales economías y, por lo tanto, sobre la macroeconomía chilena. Por un lado, se estima que el incremento del precio responde en parte a una mayor demanda, por lo que se puede interpretar como síntoma de una economía mundial más vigorosa. Por otro, permanece la incertidumbre respecto de la capacidad de respuesta de la oferta en el mediano y largo plazo, lo que ha tendido a elevar los precios de manera más permanente.

La disminución del estímulo monetario en Estados Unidos de América ha continuado, esperándose que prosiga gradualmente en los próximos trimestres. En cualquier caso, la tendencia hacia una normalización más rápida de las condiciones monetarias en Estados Unidos de América no ha producido perturbaciones mayores en los mercados financieros, mientras comienzan a observarse reducciones en los flujos de capitales hacia economías emergentes y los *spreads* soberanos han tendido a incrementarse algo más lento que lo previsto.

Internamente, el crecimiento anual de la actividad ha seguido en cifras entre 5% y 6%, luego de la fuerte aceleración de algunos trimestres del 2004. Los datos coyunturales muestran para el primer trimestre de este año sólidas tasas de crecimiento de la demanda interna. Los datos más recientes sugieren que la inversión en maquinaria y equipos dejó de crecer a las inusualmente altas tasas del segundo semestre del 2004, aunque continúa expandiéndose, en tanto la inversión en construcción ha mostrado más dinamismo. El consumo ha cobrado más fuerza, empujado por la mayor creación de empleos, a pesar de que la confianza de los hogares se ha visto algo resentida, probablemente afectada por el incremento del precio interno de los combustibles.



Las medidas disponibles de acumulación de existencias sugieren que este componente siguió empujando la demanda interna en el primer trimestre de este año. Ello, junto con el dinamismo mostrado hasta ahora por la inversión, apunta en el escenario central a expectativas favorables para el futuro. Sin embargo, dados los niveles actuales de la inversión, no se espera que contribuya significativamente a una aceleración adicional del gasto interno. Se espera que el gasto fiscal aporte más empuje a la demanda interna que en años recientes, lo que está en línea con la regla de superávit estructural.

El crecimiento del volumen de las exportaciones en el primer trimestre ha sido menor que el esperado, lo que está ligado principalmente a los embarques de cobre. La tasa de crecimiento anual de estos últimos resulta menor que la de fines del año 2004, dada la alta base de comparación que resultó de la desacumulación de existencias cupríferas el año pasado.

De esta manera, se espera que la actividad económica crezca durante este año entre 5¼ y 6¼%, con un mayor empuje de la demanda interna que en años recientes, en particular del consumo privado, lo que compensará el menor estímulo por la gradual normalización de las condiciones externas y permitirá una absorción gradual de los actuales niveles de existencias. Las holguras que se observan hoy en la economía, junto con el saldo acumulado en las cuentas externas y el saludable nivel que alcanza el ahorro privado, dan el espacio para que se materialice esta expansión de la demanda interna.

En el mercado laboral se aprecia un crecimiento de la ocupación más coherente con el cuadro macroeconómico actual, con el empleo, particularmente el asalariado, creciendo de manera intensa. Sólo en la industria el empleo sigue describiendo una tendencia plana o declinante. A pesar del desempeño en general positivo de la ocupación, la tasa de desempleo ha descendido más pausadamente por la incorporación a la fuerza de trabajo de personas que previamente se declaraban inactivas.

Se considera que tanto el nivel como el ritmo de expansión de la capacidad productiva han superado las estimaciones previas, pues la información actualizada de Cuentas Nacionales mostró que el PIB se ubicó entre medio y un punto porcentual por sobre lo estimado entre el 2003 y el 2004, y el crecimiento de la fuerza de trabajo y de la inversión han sido significativos. Estos ajustes son acotados porque, por un lado, se evalúa que las mayores tasas de participación en la fuerza de trabajo observadas hoy, tanto de hombres como de mujeres, contienen un componente cíclico. Por otro lado, las actuales tasas de inversión sobre PIB son un par de puntos mayores que las que se puede considerar coherentes con un crecimiento económico de largo plazo del orden de 5%. No se dispone en la actualidad de antecedentes que motiven un cambio sustancial en este escenario de largo plazo.

Se ha continuado atenuando el impulso, aún considerable, de la política monetaria. Ello se aprecia en las tasas de interés de los documentos nominales del Banco Central de Chile, en las condiciones de crédito enfrentadas por diversos agentes y en el comportamiento de los agregados monetarios. Se estima que estos fenómenos son congruentes con el proceso de alzas pausadas de la Tasa de Política Monetaria. Aunque las tasas de interés reajustables se han mantenido en niveles reducidos, una situación similar ocurre a nivel internacional, a la que se agregan algunos posibles factores internos, tales como el aumento de la compensación inflacionaria, el balance ahorro-inversión y la reducción del endeudamiento público neto.



Más allá de los vaivenes de corto plazo, el tipo de cambio real se ha mantenido bastante estable por varios meses, a pesar del mejoramiento de los términos de intercambio, la aceleración de la actividad y del gasto y el proceso de normalización monetaria. En el escenario central, se considera como supuesto de trabajo que el tipo de cambio real se mantendría en torno a los valores de las últimas dos semanas en el horizonte de proyección. En todo caso, no es de extrañar que la paridad nominal del peso respecto del dólar de Estados Unidos de América presente fluctuaciones, las que son inherentes al actual régimen cambiario de flotación y que se ven exacerbadas por los movimientos de paridades internacionales.

En el primer cuatrimestre del año, la inflación del IPC ha evolucionado algo por encima de lo previsto, con movimientos mensuales marcados por la estacionalidad, cambios tarifarios y los vaivenes del precio interno de los combustibles. Éste se ha dejado sentir con fuerza en la inflación anual del IPC durante los tres últimos meses, y continuará haciéndolo en lo que queda del año. Aunque el efecto de las restricciones de gas natural y los cambios en la legislación vigente sobre las tarifas eléctricas sería significativo, su impacto en la inflación global del IPC es limitado por la baja ponderación de estos servicios en la canasta de consumo, mientras que la inflación anual en el corto plazo se ubicará por encima de lo previsto, sobre 2%. Por ahora se estima que el impacto de todos estos fenómenos se transmitirá a la estructura de costos de la economía y a la dinámica inflacionaria de mediano plazo de una forma o intensidad similar a la habitual, lo que requiere en todo caso de un especial monitoreo.

A diferencia de trimestres previos, la inflación subyacente medida por el IPCX1, que excluye tarifas y precios volátiles, no ha mostrado sorpresas de consideración respecto de la proyección de enero. Aunque la tasa de crecimiento anual de los salarios nominales por hora ha aumentado en lo más reciente, la productividad horaria del trabajo también ha mostrado tasas de crecimiento importantes, lo que ha permitido que los costos laborales unitarios continúen estables en la coyuntura.

En su conjunto, el escenario de mediano plazo contiene en la actualidad algo de mayores presiones inflacionarias, asociadas al efecto directo y a una propagación del mayor precio de los combustibles de intensidad similar a la observada en el último tiempo. Si bien la brecha de capacidad hoy se encuentra algo más cerrada, ello se compensa con un menor nivel de costos laborales unitarios por la mayor productividad de años recientes. Adicionalmente, el crecimiento de los costos laborales unitarios en el escenario central es comparable al estimado con anterioridad y, aunque no existen cambios de consideración en el efecto inflacionario de las menores holguras actuales, la progresiva utilización de la capacidad instalada contribuye a una normalización de la tendencia inflacionaria. Si bien la inflación del IPC se ubica algo por sobre el centro del rango meta a 24 meses debido a la trayectoria del precio de los combustibles, ésta converge en pocos meses a 3%.

El señor Pablo García señala que este cuadro macroeconómico permite mantener la expectativas de un ritmo pausado de normalización de la política monetaria, acción necesaria para mantener la inflación anual proyectada en torno a 3%, y cuya velocidad precisa dependerá de los antecedentes que se acumulen en el tiempo. Como supuesto de trabajo, las proyecciones suponen una trayectoria para la tasa de política monetaria consistente con una regla de política congruente con una convergencia de la inflación del IPC a 3%. Esta regla incorpora un desplazamiento leve hacia arriba de manera de lograr que la inflación proyectada a 24 meses no se ubique significativamente por encima de 3%.



Los principales riesgos asociados a la economía mundial tienen relación con el precio del petróleo. Por un lado, existe la posibilidad de que su impacto sobre crecimiento mundial e inflación sea mayor que el previsto, implicando con ello un menor impulso externo. Por otro, es posible que este precio sea sustancialmente distinto del considerado. Se agrega el riesgo, aún latente, de que los ajustes de las cuentas corrientes, tasas de interés y monedas de las principales zonas económicas sean abruptos, afectando la dinámica de la actividad mundial e introduciendo incertidumbre en los mercados financieros. En lo más coyuntural, destaca el riesgo de que el crecimiento de Estados Unidos de América se suavice más rápido que lo previsto, mientras un incremento de las presiones inflacionarias subyacentes podría acelerar el proceso de normalización de tasas de interés de esa economía.

Internamente, se observa un desempeño del mercado laboral y de las existencias que en el escenario base es coherente con un comportamiento más dinámico del consumo privado en los trimestres venideros. De postergarse esta mayor fortaleza del gasto de los hogares, el impulso que muestra la demanda interna puede debilitarse. A su vez, no se descarta que la inversión fija en capital muestre por más trimestres la intensa reacción que ha tenido a las favorables condiciones macroeconómicas. Por otro lado, hasta ahora la reducción de la jornada laboral se aprecia en una caída de las horas promedio trabajadas y en un incremento del costo horario de la mano de obra, el que se espera siga creciendo por sobre la incidencia de las cláusulas de indización en los próximos meses. La magnitud del efecto sobre el nivel de precios, en todo caso, dependerá de la respuesta de la productividad horaria.

Finalmente, el escenario central contempla un efecto acotado de los recortes de gas natural sobre la actividad, principalmente en sectores específicos como la industria y la generación eléctrica, y de magnitud superior a la incidencia del año pasado por el mayor tamaño de los recortes y el alto costo de la sustitución por otras fuentes energéticas. En todo caso, la magnitud concreta de estos efectos dependerá de un número de antecedentes altamente inciertos, tales como el tamaño efectivo de los recortes en lo que queda del año, las condiciones de abastecimiento hidroeléctrico y la evolución del precio del petróleo en los mercados internacionales, entre otros.

En suma, se estima que el balance de riesgos para la actividad está sesgado hacia la baja, mientras que el de la inflación se encuentra equilibrado.

El Gerente de División Internacional, señor Esteban Jadresic formula un comentario respecto a los riesgos de un crecimiento mundial más lento que lo proyectado en el escenario central. Agrega que los riesgos inherentes han aumentado de modo importante respecto a lo que se preveía. Indica, que en la última semana, sin embargo, han aparecido algunos antecedentes que permiten moderar ese comentario respecto a la economía de Estados Unidos de América, de la que el viernes pasado se obtuvieron datos de creación de empleos mejor de lo esperado y que apuntan a un dinamismo que persiste. Además, más recientemente esta semana, se han recibido datos de la balanza comercial de Estados Unidos de América que apuntan a exportaciones creciendo rápidamente y datos de ventas minoristas que también son bastante favorables.

40



El Vicepresidente, señor De Gregorio señala que hay que definir qué se entiende por riesgo. En su opinión, si se consideran solo los datos de actividad, la economía de Estados Unidos de América, tendrá una desaceleración, cuando comience a revertir su déficit en cuenta corriente. Agrega, que mientras más tarde ocurra esa se podría perfectamente decir que “va a ser más severa”. Le parece que la circunstancia que los últimos datos en el margen sean buenos, no necesariamente significa que sean buenas noticias. Asimismo comenta que, lo único que puede ser considerado bastante marginal, es la caída que se produjo esta semana en aproximadamente 7 mil millones de dólares en la balanza comercial, respecto a lo esperado, y que favorece en parte al dólar. A su juicio, el hecho que no haya cifras de actividad que muestren un freno, no necesariamente es una minimización del riesgo, sino que se posterga el riesgo.

El Presidente, señor Corbo, señala que destacaría que en Europa las cifras se han seguido deteriorando, ha caído la producción en Francia, también en Holanda, con caída de PIB. En consecuencia, cree que las cifras de Europa siguen peor, pero comparte el análisis del Gerente de División Internacional, en el sentido que, en el margen, en la parte producción está algo mejor. Asimismo, el señor Presidente concuerda con lo expresado por el señor Vicepresidente en cuanto a que el ajuste va a tener que ser más abrupto en el futuro, salvo esta corrección ya permanente que se aprecia en la balanza comercial. Sin embargo, agrega, continúan los grandes riesgos, y no se sabe cuál será la situación del petróleo. Le parece que siguen los grandes riesgos y que la desaceleración de Europa es más fuerte hoy día que lo que se suponía una semana atrás.

El Gerente General, señor Camilo Carrasco consulta cuáles son las explicaciones que existen para el desplazamiento hacia abajo, que resulta bastante significativo, de la curva de rendimiento.

El Gerente de Análisis Internacional, señor Sergio Lehman, hace presente que ha existido bastante volatilidad en las curvas de rendimiento a largo plazo. Primero, menciona que se observó un movimiento hacia el alza en la medida que se conoció el dato del empleo. Posteriormente, se presentaron movimientos a la baja asociados a los datos de la balanza comercial y, en particular, también, los problemas que derivaron en los *hedge funds*, en los términos de pérdida significativa. Cree que, aparentemente, lo que hubo es una *fly to quality* y eso hizo caer las tasas de manera equivalente al alza que habían tenido a fines de la semana anterior. Agrega, que en los últimos días, en el margen, se ha presentado nuevamente un movimiento más bien hacia el alza de algunos puntos y, en este caso particular, derivados de los datos de ventas al detalle en Estados Unidos de América. De este modo, concluye, se aprecian bastantes fluctuaciones en la tasa a largo plazo, en torno a 4,2%, aproximadamente.

El señor Ministro de Hacienda, indica que, para poner las cosas en perspectiva, hoy día la tasa está a 4,21% habiendo llegado a 4,20%, o sea, que estamos hablando de un curso de revaluación relativamente más modesta de la actividad, y que puede haber existido una pequeña noticia ascendente a un punto base. Estima que hay que calificar la magnitud de lo que se dice. En segundo lugar, destaca la fuerte caída en el precio del petróleo por señales de desaceleración de la demanda china. En tal virtud, cree que se puede decir que la última semana ha constituido un panorama de reversión en lo agregado. También, algo más bien mixtas en Estados Unidos de América, en Europa, y peor en China.

1p



Interviene el señor Jorge Pérez para recordar que a comienzos de año la expectativa de alza de tasa en Estados Unidos de América era mucho mayor que ahora, la cual era entre 4% y 4,25%. Señala que hoy día está alrededor del 3,75% a fines de año, lo que puede explicar lo que ha pasado.

El Presidente, señor Corbo, hace presente que también se espera un menor crecimiento en los Estados Unidos de América, en comparación con hace 3 ó 4 meses atrás.

En cuanto al tema de los mercados financieros, el señor Ministro de Hacienda señala que la denominación "presión inflacionaria", es adecuada y que se le denomina así para diferenciarla de lo que podrían ser expectativas inflacionarias. En este sentido, concuerda en que hay que tener un poco de cuidado con identificar ambos elementos.

Al señor Ministro, le parece que la intervención sobre este fenómeno tiene que ver más con un problema institucional. Indica que ciertamente no es un problema de la UF en el corto plazo, porque si ello fuera así se habría observado una cierta apertura entre el BCU5 y el BCP5, que no se daría en el mismo grado entre el BCU10 y el BCP10. No obstante, agrega, que las evidencias de la apertura entre el BCU10 y el BCP10 es mayor a la de 5 años. Estima, que claramente no es un problema asociado con la trayectoria de más corto plazo. Lo que el Ejecutivo ha podido constatar es que se han producido dos cambios institucionales importantes, que no han sido plenamente absorbidos por el mercado. El primero de ellos, es el cambio de la Ley de Rentas Vitalicias y, el segundo, el cambio en las tablas de expectativas de vida que, a su parecer, habrían gatillado un desplazamiento en la demanda por instrumentos reajustables de cobertura para las compañías de seguro, lo que habría hecho bajar sus tasas. Asimismo, se pregunta por qué si esa compensación inflacionaria inicial originada por el desplazamiento de la demanda de instrumentos reajustables largos, excede la expectativa inflacionaria, por qué los agentes no arbitran y comienzan a comprar BCP10 y por tanto baja la tasa. Le parece que eso de hecho se está produciendo, pero que no habría por qué suponer que ese ajuste sea instantáneo.

El Vicepresidente, señor De Gregorio, indica que le parece una discusión interesante. Señala que siempre se ha tenido presente que el efecto UF, explica cierta parte de dichos diferenciales, produciendo distinto impacto si se trata de títulos a 5 o 10 años. Agrega que el aumento en la compensación inflacionaria ha sido más fuerte en 10 años, de manera que se podría pensar que la tasa más larga está cayendo, lo que puede tener que ver con factores que, en general, y a raíz de la discusión del informe de estabilidad financiera, generen una estrechez de oferta de papeles.

El Presidente, sobre este mismo tema indica, que esto se examinó con detalle en el IPOM, y la conclusión básica fue que casi un 80% de la baja se explica por el arbitraje internacional en esas tasas.



El señor Gerente de División Estudios, comenta que el planteamiento del señor Ministro de Hacienda es muy válido, en términos que la demanda no la conocemos muy bien. Agrega que si la composición de la demanda está cambiando más hacia UF o es más intensiva a demanda, ciertamente explica eso. Lo que si se ha constatado es que el efecto de la oferta relativa de papeles es estadísticamente significativa, económicamente poco relevante y, lo más importante, que la composición de papeles en los últimos tres meses, básicamente, no ha variado. Por lo tanto, señala el señor Valdés, no se puede hacer un caso de explicar algo cuando no ha variado.

El señor Ministro de Hacienda, interviene para indicar que el punto que ha planteado es de validez transitoria. Agrega que si uno tiene un shock en la demanda de papeles, en la composición, ello podría producir que los precios relativos se desvíen por algún tiempo. Le parece que, evidentemente, si los agentes no están de acuerdo con que la presión inflacionaria coincide con sus expectativas, van a comprar BCP. El punto que plantea es que, probablemente, esto no es instantáneo. Si la brecha continuara, señala, entonces podríamos pensar que, a menos que se produjeran nuevos cambios en la estructura de la oferta y la demanda, todo lo demás constante, se podría pensar que, probablemente se ha producido algo más de cierre en las expectativas, pero de lo contrario, porque tampoco el análisis del arbitraje internacional debiera ser válido.

El Vicepresidente, señor De Gregorio, señala que hay otro fenómeno que quisiera agregar que también complica, consistente en que desde febrero de este año la tasa de BCP5 ha estado subiendo y la tasa de BCP10 cayendo.

El señor Ministro agrega que, dada la enorme magnitud del erario fiscal, es muy necesaria la coordinación entre la Tesorería General de la República y la Mesa de Dinero del Banco Central de Chile.

El Gerente de Operaciones Monetarias, señor Jorge Pérez, sobre esta materia indica que ha habido una coordinación y se han esterilizado las contracciones que ha hecho el Fisco y otras, lo cual ha obligado al Banco Central a disminuir la colocación de títulos de créditos de corto plazo, afectando el cumplimiento de la reserva técnica. Agrega, que en el resto de los papeles de mediano y largo plazo se ha mantenido el mismo ritmo de colocación desde cuando el Fisco empezó a colocar los BTU.

En lo que se refiere al comportamiento de los bancos en el mercado monetario, el señor Jorge Pérez señala que así como hay aspectos normativos para explicar las tasas en UF, como el alargamiento en plazos de las compañías de seguro, también, por ejemplo, los créditos de consumo han aumentado muy fuerte y se han ido alargando. Por otra parte, los bancos tienen un desbalance entre sus pasivos largos y se están fondeando más cortos. Señala que quién paga las tasas más elevadas del mercado monetario son los cuatro bancos más grandes. Las cuentas corrientes en el país desde diciembre a la fecha han aumentado 6% y las cuentas corrientes que tienen los bancos reserveros, los bancos más grandes de la plaza, han aumentado 27%, en mayo 2005 respecto al promedio durante 2004. Lo anterior muestra una mayor concentración de las cuentas corrientes en estos bancos y su impacto en la reserva técnica.



El Presidente, señor Corbo, señala que el Banco Central ha tomado acciones la semana pasada para acercar la tasa interbancaria a la tasa de política monetaria y agrega que con dichas medidas la tasa se irá moviendo en esa dirección.

El Gerente General, señor Camilo Carrasco, en relación con esta materia, señala que independientemente de las explicaciones, está claro que se estuvo varias semanas más desalineados que lo habitual entre la tasa interbancaria y la tasa de política monetaria. Ahora bien, agregó que el Banco tomó acciones, sin embargo, después del anuncio la tasa interbancaria se vio más desalineada. Por lo anterior, se pregunta si, de acuerdo a las medidas que se tomaron y lo que se ha conversado con el mercado, va a ser posible en las próximas semanas alinear la tasa interbancaria con la tasa de política monetaria.

El señor Jorge Pérez, en respuesta a dicha consulta señala que se trata de satisfacer toda la demanda de liquidez, la oferta monetaria en mayo en curso, en promedio diario, entre decisiones discrecionales de repo y swaps, más las facilidades, se expandió más de \$ 1.000.000 millones. Agrega que esa misma liquidez la han depositado en reserva técnica para compensar la disminución de papeles de corto plazo aplicables a dicha reserva.

Agrega que la situación específica planteada por el señor Gerente General, tiene que ver con que frente a la expectativa de alza de tasa en la reunión de política monetaria, los bancos prefieren encajarse al 3%, porque si no ocurre el incremento esperado, no tienen problema y, si sube la tasa están encajando barato, y por ello prestan a tasas elevadas en el mercado interbancario para que les compense lo mencionado precedentemente. Agrega que, hoy día había un vencimiento de swap por \$ 1.225.000 millones y los bancos tienen que disponer de los pesos para pagarlo antes de renovarlo, entonces también frente a la posibilidad de que no le devuelvan los préstamos, ellos no prestaron en el mercado interbancario ayer, lo cual también tiende a elevar la tasa interbancaria. La expectativa es que gradualmente la abundancia de liquidez hará que la tasa interbancaria tienda a converger con la tasa de política en un par de semanas, junto a la mayor oferta de pagarés elegibles para constituir reserva técnica.

El señor Presidente comenta que se continúan efectuando acciones para lograrlo, pero debe considerarse que este shock que se produce también en otras economías, cuando hay reuniones de política monetaria, en el sentido que también la interbancaria a veces se desalinea.

En todo caso, el señor Presidente señala que el comentario formulado por el señor Gerente General es perfectamente válido, de manera que corresponde seguir examinando lo que suceda.

El Vicepresidente, señor De Gregorio, comenta también que hay efectos financieros, o sea, que en la práctica se funciona con una tasa más alta. Le parece que resulta fundamental lo que ha planteado el señor Gerente General, en el sentido de si efectivamente le están creyendo al Banco que será capaz de mantener esa tasa.

En cuanto a demanda agregada, el señor Ministro consulta si se tiene alguna explicación para la brecha gasto producto tan amplia, en el contexto de un producto que más bien tiende a moderarse.



El Gerente de Análisis Macroeconómico, respondiendo al señor Ministro, expresa que esta situación se ha visto desde varios ángulos. Por una parte, si se estima la relación esperada entre demanda interna nominal, PIB nominal y precios relativos como términos de intercambio real, no se ve nada extraño en lo que se está presentado en esta reunión, en términos de nivel. Por lo tanto, los niveles de la demanda interna del PIB, del tipo de cambio real y los términos de intercambio son coherentes y son coincidentes con el superávit de cuenta corriente que se vio el año pasado de alrededor de 1,5% del PIB. Una interpretación es que, en realidad, lo que estamos viendo hoy día, con crecimiento de la demanda interna de dos dígitos, con un componente importado muy significativo, en realidad es la respuesta de la economía a que el tipo de cambio se apreció fuertemente entre fines de 2003 y principios de 2004, y esa apreciación se está viendo en la evolución de la demanda y el PIB en los últimos cuatro trimestres.

El señor Ministro de Hacienda agrega a lo ya expuesto, que el efecto composición es una posible explicación. Una demanda liderada por la inversión, vis a vis un ciclo liderado por el consumo, debiera tener distintos comportamientos en términos de la brecha gasto producto. Cree que el año 1987 y el año 1988 fueron dos años también de demanda liderada por la inversión, y habría que observar si se produjo esta apertura.

El Gerente de División Estudios señala que hay una parte también de shock de oferta de algunos sectores particulares. En la minería no hay un crecimiento muy grande, y se suman cosas que tienen incidencia baja, pero de magnitudes muy grandes en lo que está pasando, como la pesca y la generación eléctrica y eso también algo explica esta situación. Agrega que quizás si se va a distintos sectores, el puzzle de verdad es por qué la industria está creciendo tan lento con esta demanda.

El Vicepresidente, señor De Gregorio interviene para señalar que la diferencia entre el crecimiento del gasto y el PIB tiene mucho que ver con el crecimiento de maquinaria y equipo porque hay un boom de inversión y hay que importarlo.

El Consejero señor Desormeaux, estima que el nivel de existencias es alto, y puede ser, perfectamente, que éste sea no más un desfase entre la producción y niveles de existencia que son muy altos. Agrega, que el sector que acumula existencias por naturaleza es, precisamente, el sector industrial.

El señor Gerente de Análisis Macroeconómico señala que, en primer lugar la brecha grande entre crecimiento de la demanda y el crecimiento del PIB empieza a generarse justamente después de la apreciación del tipo de cambio real de fines del 2003. En segundo lugar, le parece que si el tipo de cambio no se hubiera apreciado se habría tenido un superávit en cuenta corriente aún mayor, del orden de tres puntos del PIB.



El Consejero señor Marfán, comenta que se estaría en el punto alto de la curva Jota invertida. Asimismo señala, que el año pasado, para el primer trimestre, cuando se corrigieron los deflatores cambiaron todas las cifras, entonces, en su opinión, tampoco haría un análisis demasiado fino mientras no se tengan cifras algo más definitivas, ya que en verdad se puede llegar a conclusiones que son puramente estadísticas y no necesariamente del comportamiento real de los agentes. De todas maneras, le parece que el aspecto más fundamental es que hay algo que está ocurriendo con los inventarios no mineros, no de exportación, y que no se tiene todavía una interpretación acabada de ello porque faltan antecedentes. Agrega, que no descarta la posibilidad de que sea un aumento no deseado de inventario.

El señor Ministro de Hacienda comenta sobre este punto, indicando que si la inquietud del Banco, en relación con la apreciación cambiaria en doce meses es cierta, significa que la economía da holgura por el lado de la cuenta corriente, tiene capacidad de absorber un fuerte incremento de la inversión sin que tensione el aparato productivo y eso le parece que es una buena noticia. Sin embargo, por la parte de los inventarios puede ser preocupante, ya que puede ser que se hayan constituido inventarios, esperando una demanda que después no se materializó y eso sea un indicador de que la función va a caer posteriormente.

El señor Presidente señala, que en el factor de riesgo se ha considerado así, y que se sabe que están altos, lo que puede ser anticipo también de otros indicadores que muestran que está creciendo el empleo, están creciendo los salarios, y entonces pueden estar anticipando una expansión de consumo.

El Consejero señor Desormeaux, hace presente que una posible hipótesis es que haya habido un optimismo muy grande respecto a la evolución del consumo y que el alza del precio del petróleo moderó la expansión de éste y las empresas se quedaron con niveles de inventarios más elevados.

El Gerente de División Estudios, señor Rodrigo Valdés, señala en cuanto a los escenarios de riesgos que el IPOM indica que en el frente externo hay varios riesgos petroleros en general y, sobre todo, el efecto del aumento del petróleo sobre la dinámica que sigue para adelante, el tema de la desigualdad de las cuentas corrientes, de los balances de ahorro en el mundo, y que también se habla de un riesgo de que la tasa en Estados Unidos de América también pueda subir algo más rápido, por el aumento que hemos visto de la inflación subyacente. Indica que esos serían principalmente los riesgos en el lado externo. Por el lado interno, se reconoce que el escenario macro supone que el consumo sigue tomando fuerzas, y que, por lo tanto, ese es un elemento clave para que se materialice este efecto de gastos que suponemos, porque el nivel de inventarios y el nivel de inversión de capital fijo no debiera soportar crecimientos mucho mayores si es que no se da el aumento de consumo. También menciona que existen dudas de que si de verdad se va a desacelerar esta inversión imaginaria de equipos, ya que la verdad es que se viene suponiendo que se va a desacelerar trimestre a trimestre y continúa a una fuerte velocidad. Asimismo, agrega que existen dos temas bien puntuales que son el gas, que se supone que tiene un efecto bastante marginal en el poder macro, pero que hay una incertidumbre muy grande en el tamaño de los cortes, las incidencias de esos cortes y; por otra parte cuál va a ser el efecto final, que probablemente nunca sea posible de medir con precisión, del cambio de jornada en el nivel de precio, el que suponemos que tiene un efecto mínimo. Indica, que las proyecciones no tienen por ese lado una gran sorpresa y que el balance de riesgos que se ha discutido con el Consejo hasta ahora es que la balanza de riesgo sería equilibrada por la inflación y negativo para el crecimiento.



Señala el Consejero señor Marfán, en relación a la tasa neutral, que a lo mejor no es 7,5% sino que más baja. Tal vez lo que está demostrando esto es que las decisiones han sido correctas y el modelo más bien tiene un sesgo a sobrestimar la política económica para adelante que recomienda una trayectoria y el Consejo ha estado por debajo de eso.

El señor Ministro de Hacienda interviene para señalar que la decisión que el Consejo va a tomar hoy día, claramente, va a mostrar que el ritmo de normalización de la política monetaria se está acelerando. Hace presente, que en los últimos cinco meses el Consejo habrá subido tres o cuatro veces la tasa de política, según si deciden hacerlo hoy día o no, contra dos que se efectuaron en los cinco meses inmediatamente anteriores. En consecuencia, se está hablando de una duplicación del ritmo de normalización, frente a datos en que los últimos cinco meses del año pasado fueron claramente de un cierre más rápido de las brechas, que durante estos cinco meses. Toda la evidencia que se ha presentado muestra una economía en torno al 5,5%. Agrega, que cree que el producto potencial está bastante más cerca del 5,5% que lo que el Banco tiene, pero cualquiera sea la hipótesis nadie pensará que se ha desacelerado desde el segundo semestre del año pasado a esta parte sino que, por el contrario, se ha acelerado y, por tanto, el ritmo de cierre de las brechas también se ha desacelerado.

Entonces, agrega el señor Ministro de Hacienda, la única forma de entender este cambio de estrategia, de una duplicación de velocidad, tiene que ver con lo que decía el Vicepresidente, señor De Gregorio, que detrás de esto hay un reconocimiento de que la estrategia de los últimos cinco meses del año pasado estuvo *back low*, excesivamente *back low*, y que ahora, por tanto, se tienen que poner a tiempo y hacerla fuertemente *front low* para no quedarse atrás, en base a lo que dice el modelo, ya que en base a lo que dice la realidad es que la economía si ha desacelerado algo y que hay riesgos por el lado de la economía internacional claros, por el lado de la economía nacional algunos como el problema de los inventarios y por el lado de la inflación, más allá del problema de Frenabus, no tenemos novedades en el último tiempo. No es muy comprensible el por qué el Consejo toma una estrategia tan marcadamente *front low*, tan claramente distinta a la que tuvieron los 5 meses antes, por las incertidumbres que tenemos sobre la economía mundial y la economía nacional.

El Presidente, señor Vittorio Corbo, suspende la Sesión a las 13:45 horas e informa que la misma se reanudará a las 16:00 horas.

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 77.

Se deja constancia que no se encuentra presente en la Sala, la Secretaria Ejecutiva del Gabinete de la Presidencia, señora Cecilia Feliú Carrizo.

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

4



Al respecto, el señor Gerente de División señala que:

1. En la reunión de política monetaria de abril, el Consejo decidió aumentar la tasa de interés de política en 25 puntos base a 3%. En esta decisión se consideró que, más allá de cierta volatilidad en la inflación mensual, provocada por los aumentos en el precio internacional del petróleo, las distintas mediciones de la tendencia inflacionaria seguían aumentando gradualmente. Por su parte, el gasto interno continuaba exhibiendo una expansión robusta, mientras el crecimiento de la actividad mostraba una intensidad un poco menor que en trimestres pasados. Este escenario era apoyado por condiciones monetarias en Chile que continuaban siendo claramente expansivas y por un entorno internacional favorable, pero cuyos riesgos se habían incrementado.
2. Los antecedentes acumulados desde la última reunión muestran que las condiciones externas se mantienen favorables, aunque al igual que el mes pasado se aprecian focos de incertidumbre más marcados. Los precios del petróleo y del cobre han descendido marginalmente en las últimas semanas desde sus elevados niveles, pero dentro de lo esperado en el escenario central del mes pasado.
3. Respecto de las condiciones internas, el crecimiento de la actividad sigue siendo sólido, por encima del PIB de tendencia, aunque con bastante diversidad sectorial y confirmando un ritmo de expansión menos intenso que durante el primer semestre del 2004. Sorprendió la debilidad relativa del crecimiento industrial, que se ha compensado con el mayor empuje de comercio y construcción. La demanda interna ha seguido creciendo a tasas elevadas, con una inversión fija que sigue expandiéndose con vigor y aparentemente con mayor acumulación de inventarios y crecimiento del consumo. Las cifras del mercado laboral han vuelto a mostrar mayor fortaleza. Los indicadores de expectativas han decaído algo, pero se mantienen positivos para empresas y algo por debajo del nivel neutral para las familias, probablemente influidos por las noticias del sector energía.
4. Las condiciones financieras internas siguen siendo claramente expansivas, lo que se aprecia en el alto crecimiento de los agregados de crédito y dinero. Cabe destacar, además, la disminución adicional de las tasas de interés en UF de mediano y largo plazo.
5. Con respecto a los precios, la inflación mensual del IPC resultó dos décimas por encima de lo proyectado, mientras que el IPCX1 estuvo dos décimas por debajo. A pesar de esto último, la mayoría de las medidas de la tendencia de la inflación sigue aumentando gradualmente. El aumento de los salarios, por su parte, se compensa con la mayor productividad del trabajo. Las medidas de inflación esperada a distintos plazos se ubican cerca de 3%, con la compensación inflacionaria a 5 y 10 años por sobre esa cifra.
6. De acuerdo con las proyecciones preparadas para el Informe de Política Monetaria, el cuadro de progresivo cierre de brechas y aumento gradual de la tendencia inflacionaria continuará en los próximos trimestres. La propagación del *shock* del precio del petróleo y la utilización de las holguras de capacidad —que se copan hacia fines del horizonte de proyección— explican el aumento esperado de la tendencia inflacionaria. En particular, se proyecta que el PIB crezca 5,7% este año y 5,5% el próximo, mientras que la inflación se proyecta en 2,5% a 12 meses y en 3,2% a 24 meses, en una trayectoria convergente a 3%. Todo ello bajo el supuesto de trabajo de un aumento gradual de la tasa de política monetaria. Suponiendo que se mantiene fija la tasa de política monetaria hasta el segundo semestre, ello involucraría aumentos sucesivos (en todas las reuniones) durante dos a tres trimestres, para recién después seguir un patrón pausado.

EL 14



7. Con estos antecedentes, las opciones que parecen más plausibles para esta reunión son aumentar la tasa de política monetaria en 25 puntos base o mantenerla en su nivel actual.
8. La principal justificación para aumentar la tasa de política monetaria es el escenario central de proyecciones. En efecto, este cuadro incluye una normalización pausada de la política monetaria, necesaria para mantener una convergencia de la inflación a 3% en el horizonte de política, convergencia que en este caso incluso se proyecta que ocurrirá algo más allá del horizonte de política. La necesidad de normalización refleja que la política monetaria es todavía claramente expansiva y que las holguras de actividad se copan en los próximos dos años. Aunque siempre es posible postergar esta normalización de la tasa de política monetaria, en el escenario central ello involucra que hacia delante sea más difícil tener pausas y eleva el riesgo de tener que realizar movimientos más abruptos en el futuro.
9. Considerando que la acumulación de antecedentes mes a mes es un elemento fundamental para definir el ritmo preciso de los ajustes de la tasa de política monetaria, cabe mencionar el elevado aumento del IPC (aunque explicado por el mayor precio del petróleo), las mayores expectativas de inflación, la expansión del gasto interno, la fortaleza del empleo y el crecimiento de los distintos agregados monetarios y de crédito como factores que podrían hacer recomendable no postergar un aumento de la tasa de política monetaria.
10. Al mismo tiempo, es posible justificar mantener la tasa de política monetaria en esta reunión, considerando los escenarios de riesgo que se enfrentan y que sesgan su balance hacia abajo en el caso del crecimiento. En particular, la aparente mayor acumulación de inventarios (suponiendo que es no deseada), la relativa concentración del crecimiento de la actividad en algunos sectores específicos, el cambiante escenario internacional y la eventualidad de que la magnitud y/o los efectos de los recortes de gas y el incremento del precio del petróleo sobre la producción y la demanda privada sean más negativos de lo previsto, son todos factores que podrían retrasar el cierre de holguras y demorar la convergencia de la tendencia inflacionaria al 3%. Estas consideraciones modifican en algo la importancia del riesgo de aumentar la tasa de política monetaria y luego tener que pausar de manera relativamente prolongada, respecto del riesgo de tener que realizar ajustes más abruptos en el futuro si se decide mantener la tasa de política monetaria en esta ocasión.
11. Además de los factores de riesgo, se debe mencionar la nula variación mensual del IPCX1 y los datos de actividad del último mes, en particular de industria, y la disminución de la confianza de los hogares como antecedentes coyunturales que apoyarían la mantención.
12. Finalmente, cabe destacar que para esta reunión existe una expectativa mayoritaria de aumento de 25 puntos base, por lo que un ajuste de esta magnitud no debería tener consecuencias mayores sobre los precios de los activos y las perspectivas futuras de política monetaria. Dada esta expectativa, cabe considerar cómo se entendería la mantención de la tasa de política monetaria. Un riesgo es que se interprete como que el Banco Central de Chile tiene una evaluación más negativa de la coyuntura real, elemento que si bien está presente en los escenarios alternativos, no lo está tan claramente en el escenario central. El riesgo opuesto es que un alza consecutiva de la tasa de política monetaria sea entendida como un endurecimiento de la trayectoria más probable de la política monetaria, más allá de lo considerado en las proyecciones. Aunque ambos riesgos pueden aminorarse con una redacción cuidadosa del comunicado, este segundo riesgo parece ser más fácil de acotar a través de ese medio.

4



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

El Gerente General, señor Camilo Carrasco, estima que la estrategia de una normalización gradual y pausada es un punto en que todos estamos de acuerdo. El problema es cómo vamos a operacionalizar esta estrategia. Señala que se atrevería a decir que si se utiliza una definición simple y práctica, la estrategia durante el presente año se implementaría, simplemente, recorriendo un camino de alzas no mayores de 25 puntos base por mes, teniendo en este momento el objetivo de llegar a una tasa de política monetaria del orden de 4,5%, en diciembre. Esto implica que habría que subir la tasa seis veces en un conjunto de ocho reuniones, incluyendo la reunión de hoy. Le parece que, dentro de esta estrategia se puede subir o mantener la tasa en esta oportunidad y no se va a romper la estrategia. Piensa que hay muchas combinaciones para seguir esta política de normalización gradual y pausada. La pregunta, en consecuencia, es determinar si es el mejor momento para no hacer la pausa, esto es, para subir la tasa. En su opinión, existen varios factores suficientemente importantes que le inclinarían por tomar este mes de mayo como apropiado para hacer una pausa, vale decir, mantener la tasa actual.

Menciona en primer lugar que el modelo está proyectando un segundo semestre con una desaceleración bastante fuerte de la demanda interna. Han transcurrido cuatro trimestres, siendo el que estamos el cuarto, donde hay una tasa de crecimiento de gasto interno inhabitualmente alto y, se supone, que ya a partir del tercer trimestre del año, se empieza a normalizar la tasa de crecimiento de la demanda interna. Agrega, que esa normalización de la tasa de crecimiento de la demanda interna, a partir del próximo trimestre, es independiente de lo que se haga hoy día con la tasa de interés. En consecuencia, la pregunta es por qué no esperar, para tener algo más de evidencia de que la economía se va a comportar, en el muy corto plazo, efectivamente, de acuerdo a lo que se está proyectando. El otro aspecto que debe considerarse, en su opinión, es en el plano financiero, ya que el tema del comportamiento bastante anómalo de la tasa interbancaria está más complicado de solucionar que lo que se había previsto. Indica, que no tenemos ninguna certidumbre que lo podamos hacer con suficiente rapidez, lo que puede causar más ruido que lo trascendido hasta ahora. Puede causar problemas de credibilidad, lo cual se exacerbaría con un alza de la TPM en la reunión de hoy. Este factor le hace inclinarse por la proposición de esperar un mes y aprovechar este lapso para despejar el tema de alinear la tasa interbancaria. Estima que, fundamentalmente, el costo de mantener la tasa es no seguir las expectativas del mercado, que en un 100% está pensando que el Banco Central la va a subir. Cree, sin embargo, que si se logra ser suficientemente preciso en el comunicado, se puede superar ese supuesto costo, incluyendo, incluso, el tema de la tasa interbancaria.

El Gerente de Investigación Económica, señor Klaus Schmidt-Hebbel, señala que considerando el aún intenso impulso monetario actual, reflejado en una tasa de interés real de corto plazo ex ante cercana a 0; la proyección de cierre completo de la brecha del producto hacia el final del horizonte de política; los rezagos con que actúa la política monetaria; la proyección central de la normalización de la TPM en el escenario base del Banco, hasta llegar a una tasa neutral de 7,5% a comienzos del año 2008 (y no antes); el incremento de ahí derivado de la TPM en 31 puntos base mensuales en el segundo trimestre, supuesto de trabajo interno que se traduce a proyectar un incremento promedio de 22,5 puntos base en cada una de las RPM del año 2005, desde ahora y hasta diciembre del 2005; el alza significativa de las tasas forward de mercado – aunque ellas pueden tener un componente, ciertamente incierto – de ruido coyuntural; el aumento marginal en las expectativas de inflación de los encuestados y el aumento significativo de las compensaciones inflacionarias – nuevamente posiblemente



ensuciadas coyunturalmente por un shock de portafolio o por el alza en inflaciones mensuales recientes, también de carácter incierto; el consenso de 100% en un alza de 25 puntos base de la TPM en las mesas de dinero encuestadas, y fundamentalmente, las proyecciones de inflación del escenario base del Banco, consistentes con todo lo anteriormente expuesto, que muestra una joroba en la inflación, llegando a 3,2% (IPC) y 3,5% (IPCX) al término del horizonte de política, producto de una política monetaria conservadora y pausada, reflejada en la inercia que exhibe la regla de política monetaria, hace concluir, en su opinión, que la opción de alza de 25 puntos base domina inambiguamente a la mantención de la tasa de política monetaria en esta oportunidad.

El Ministro de Hacienda consulta si estuviéramos en un estado estacionario, las expectativas bien ancladas y la economía fuera sometida a un shock relativamente persistente de costos, no debiera observarse una cierta empujación hacia arriba del 3% para después deshacerse. Agrega si eso no sería parte de un ajuste eficiente, o en la opinión de la Gerencia de División Estudios tal evento, debiera llevar a una opción con algo mayor de desempleo, para asegurar que no se desancle.

Si la respuesta fuera negativa, y que las expectativas están bien ancladas, no se corre riesgo, y no debiéramos extrañarnos que el IPCX1 frente al shock que hemos tenido durante algún tiempo sea el 3%, tal como con tanta facilidad se entendía que estuviera debajo de tres cuando se había tenido un shock para el otro lado. La pregunta es, en consecuencia si puede o no, en un esquema de expectativas ancladas, que entiende es el caso de Chile, soportar un mayor grado de desempleo.

La otra pregunta que formula es si el Banco considera que la tasa neutral es 7%, pensando que el resto del mundo, fuera Estados Unidos de América, no sabe dónde pondrían la tasa neutral de Estados Unidos de América.

El Gerente de División Estudios, señor Valdés, señala al señor Ministro que desde el punto de vista de cómo opera la mecánica de las proyecciones, es bien importante cuando un shock de oferta es transitorio o no y si se revierte. Indica que, actualmente, se tiene un shock que no se revierte por completo, y eso hace que haya que aplicar una acción de política más contractiva. Señala que cuando el shock es ya permanente, en general, debe ser acompañado o con alza de tasas o con un alza menor de tasas, pero no con mantención de ellas, para evitar que se propaguen efectos de segunda vuelta, más allá de lo prudente.

En su opinión, dado que no existe seguridad de cuán permanente es el shock, requiere algo de reacción de política.

En cuanto a la discusión sobre la tasa, el señor Valdés señala, que ese 7,5% fue parte de una discusión que se basa no solamente en la paridad de tasas. Agrega, que la tasa de largo plazo no puede ser muy distinta de lo que crece la economía más la inflación y eso da hoy día, considerando un crecimiento potencial en torno a 5% a largo plazo, y una meta de inflación de 3%, un 8% y lo que está en la parte larga de las expectativas de mercado, que hoy día estaba muy bajo, como 6% y en momentos ha estado en 9% también. Indica, que a partir de todo ese conjunto de distintas medidas, 7,5% es el número que se usa para las proyecciones, pero que ciertamente es muy discutible. Ahora, si fuese 6,5% y no 7,5%, de todos modos requiere una normalización de tasa que no es menor en los próximos meses. En todo caso, el tema es que estamos muy bajo la neutral y eso es indiscutible.



El señor Valdés comenta también, que el equivalente a tasa neutral y el PIB de tendencia fluctúan con el tiempo, son muy volátiles. Ahora, todavía no se cree que sea conveniente basarnos en ese modelo para tomar decisiones. Y ese modelo, a propósito, nos muestra que un shock de petróleo como el que estamos teniendo, necesariamente tiene que tener alza de tasa.

El Gerente de División Internacional, señala que quiere referirse al tema de las opciones que se han planteado. En principio, entiende que todos están de acuerdo en la estrategia de normalización pausada de la política monetaria. Le parece que en la medida que se van cerrando las brechas eso justifica llevar la tasa de política monetaria a un nivel consistente con la tasa neutral de largo plazo, pero ello implica un ajuste gradual en la medida que se van cerrando las brechas y no un ajuste abrupto. Cree que el tema es la gradualidad y como bien lo planteó el señor Gerente General, a qué ritmo debe hacerse. En su opinión, los antecedentes que se han presentado no le dicen mucho respecto a las dos opciones propuestas. Señala que la actividad sigue dinámica, aunque algo más lenta, las condiciones financieras son expansivas y la inflación está creciendo, pero gradualmente. Adicionalmente, le parece que es importante el tema táctico, ya que el mercado está esperando un aumento de tasas y eso es consistente con las perspectivas que están implícitas en las proyecciones que se han efectuado. Por lo tanto, no incrementar la tasa de interés implica enfrentar el riesgo que se ha mencionado, de comunicar y de convencer el cambio de percepción respecto de lo que ha estado implícito en nuestras proyecciones y en aquéllas que se han considerado recientemente. Desde esa perspectiva, le parece que el escenario es apropiado para la opción de un aumento de tasas. A lo anterior, quiere agregar dos consideraciones. La primera es el tema del nivel de la tasa neutral. A medida que se ha ido subiendo la tasa de interés y por mucho que se esté por debajo de ella, todavía queda bastante margen. Es un tema que va a ir cobrando una mayor importancia y hay que seguir profundizándolo. En segundo lugar, comparte la preocupación por la brecha que hemos visto en los últimos días entre la tasa de política monetaria y la tasa interbancaria y lo que significa si se sostuviera en el tiempo, en el sentido de debilitar el valor de la Tasa de Política Monetaria como una señal de lo que está usando el Banco Central como referencia y, por lo tanto, cree que es muy importante hacer lo posible para cerrarla.

El señor Presidente, señor Vittorio Corbo, señala que, no habiendo más comentarios, corresponde llevar a cabo la votación.

El Consejero señor Marfán, hace presente que desea efectuar un comentario respecto a la discusión que se llevó a cabo y antes de expresar su voto. Le parece que la opinión más sabia que ha escuchado respecto de la tasa neutral es la que dijo el señor Presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos, en cuanto a que no tenía idea dónde estaba ubicada la tasa neutral, ignoraba cuál era su valor y lo único que sabía era que era más alta que la tasa de política de ese momento. Agrega, que tiene la impresión que frente a esa incertidumbre, que también tenemos acá, se efectúen análisis de sensibilidad de un rango un poco más amplio que lo que hemos visto hasta ahora, porque tiene la impresión que son demasiado influyentes para las señales que el modelo entrega respecto de la política monetaria.

Respecto de su voto, indica que agradece primero el análisis del staff, y que comparte que las opciones, en esta oportunidad, son mantener la tasa de política monetaria o elevarla en 25 puntos base y existen buenos argumentos para cada opción.

40



Respecto de mantener la tasa, hace suyos los argumentos de la Minuta de Opciones, a lo que agregaría el riesgo de cometer errores de política monetaria equivalentes a los de la primera mitad del año 2000. En efecto, la evolución de la actividad en aquel entonces permitía pensar en una reactivación sostenida, la que era acompañada por una política monetaria que se evaluaba como expansiva. Frente al riesgo de una aceleración de la inflación generada por aumentos del precio del petróleo y sus derivados, el Banco Central decidió elevar la tasa de instancia monetaria, como se llamaba entonces. Señala que, al menos en una de esas oportunidades, concurrió como Ministro de Hacienda y compartió el diagnóstico y la decisión de política. Los hechos posteriores probaron que se subestimó el efecto contractivo del mayor precio del petróleo y se sobrestimó el efecto del impacto inflacionario del mismo. La coyuntura actual aunque diferente tiene algunos elementos comunes con la de aquél entonces y existe el riesgo de una sobre-reacción de política.

Desde esa perspectiva, el mantener la tasa de política monetaria en esta oportunidad tendría el beneficio de dar una señal clara que no es la intención del Banco acelerar la normalización de la política monetaria. Otra razón adicional para mantener la tasa es el desalineamiento de la interbancaria respecto de la tasa de política monetaria, en las semanas recientes, el que ha generado problemas en la interpretación correcta de la estructura de tasas. Una decisión no ambigua de política como sería mantener la tasa de política monetaria, debiera ayudar a ordenar las señales en el mercado de corto plazo.

Pero también hay aspectos a favor de elevar la tasa de política monetaria en 25 puntos base. En efecto, el escenario central que presentaremos la próxima semana ante el Senado supone un crecimiento dinámico de la demanda interna, un cierre de brechas y una inflación ya francamente dentro del rango de 2 a 4% y que justificaría dar otro paso en la normalización de la política monetaria. Lo anterior, no equivale en lo absoluto a la opinión expresada por algunos observadores en cuanto a acelerar la normalización de la política monetaria, idea con la cual discrepa plenamente.

Señala que, habiendo buenas razones tanto para mantener como para elevar marginalmente la tasa de política monetaria, parece conveniente pensar en razones tácticas, más bien para resolver el puzzle. Al respecto, cree importante considerar que el mercado espera mayoritariamente un aumento de la tasa de política monetaria. Desde esa perspectiva mantenerla puede ser interpretada como una sorpresa de política, aún cuando nada obliga al Banco Central a validar las expectativas del mercado. En esta ocasión, le parece conveniente hacerlo y vota por elevar la tasa de política monetaria en 25 puntos base. Sin embargo, tan importante como la decisión que tome el Consejo es el mensaje que acompañará esa decisión, el que debiera enfatizar que no hay cambios en el ritmo de normalización de la política. En efecto, señala que si la reacción del mercado o la interpretación de los analistas llevara a que la decisión del Consejo eleve la pendiente de la curva de rendimientos, se habrá producido un efecto contraproducente que debiera ser corregido más adelante. Asimismo, es necesario impulsar una normalización rápida del mercado interbancario de manera de evitar ruidos innecesarios en las señales de política.

El Consejero señor Desormeaux, señala que también va a comenzar su intervención, agradeciendo el análisis de la Gerencia de División Estudios. Este Informe y también el que se llevará la próxima semana al Congreso plantea que la tendencia inflacionaria en el país sigue la trayectoria prevista y que las holguras de capacidad se están reduciendo, pese a que en el margen el crecimiento de la actividad se ha acelerado y que también el PIB potencial estaría creciendo a una tasa más elevada de la prevista. La demanda interna está creciendo en forma muy dinámica, las estimaciones hablan de cifras en torno al 12% en el



primer semestre, pese al mayor precio de los combustibles en el mercado interno y también el mercado laboral muestra fortaleza.

Por otro lado, las medias de inflación esperada se ubican en torno al 3% y para los instrumentos de más largo plazo éstas se sitúan incluso por encima de esa cifra, como reflejo tanto del aumento del precio de los combustibles como del cierre progresivo de las holguras.

La decisión de hoy tiene lugar, entonces, en un momento en que se ha acelerado la inflación del IPC, en el que se han incrementado las expectativas de inflación, en que el gasto interno y el empleo muestran un fuerte dinamismo. Nuestro escenario central contempla una normalización pausada y gradual del impulso monetario en el que pueden tener lugar pausas, pero en su opinión, una pausa en la reunión de hoy puede resultar muy cara en términos de ajustes más bruscos en el futuro, en particular, porque el mercado espera hoy un alza en la tasa de política en forma casi unánime, de manera que la mantención de la tasa de política sería, sin duda, percibida como una señal de que el Banco Central tiene una información que el mercado desconoce, o peor, podría llevar a algo más peligroso, que es pensar que el Banco Central se ha quedado detrás de la curva y arriesgar con ello desancrar las expectativas de inflación.

Por todas estas consideraciones se inclina en el día de hoy por un alza de 25 puntos base en la tasa de política monetaria.

La Consejera señora María Elena Ovalle señala que hemos visto que las condiciones macroeconómicas y financieras prevalecientes en el escenario internacional siguen siendo positivas para la economía chilena. En el ámbito interno el crecimiento de la actividad y el gasto consolidan la trayectoria positiva de la economía, a pesar de la debilidad reciente del sector industrial. A esto se suman los signos de mayor fortaleza que muestra el mercado laboral. La demanda interna ha seguido creciendo a tasas elevadas, con una inversión fija que se expande fuertemente y aparentemente con mayor acumulación de inventarios y crecimiento del consumo. En cuanto a la inflación, el registro mensual estuvo por sobre lo proyectado en la RPM anterior y la mayoría de las medidas subyacentes continúan exhibiendo un moderado incremento con una convergencia gradual al centro del rango meta en el horizonte habitual de política.

Por ende, en base a los antecedentes del mes y las perspectivas más probables para el conjunto de variables relevantes para la política monetaria, concuerdo principalmente con los siguientes antecedentes que avalan la opción de alza de la TPM: la necesidad de mantener concordancia con nuestro escenario central de proyecciones que incluye una normalización pausada de la PM necesaria para mantener la convergencia de la inflación a 3%, las expectativas inflacionarias a distintos plazos han tendido más rápidamente al centro del rango meta, la trayectoria para la TPM implícita en los precios de activos y expectativas privadas apuntan a niveles por sobre los considerados en la reunión anterior, la expansión de los agregados monetarios y crediticios reflejan que la instancia monetaria actual es expansiva. Además, en nuestro escenario de mediano plazo están consideradas algo más de presiones inflacionarias asociadas al precio del petróleo y su propagación en otros precios de combustibles.

En conjunto, esto hace recomendable continuar la normalización del impulso monetario, con el fin de velar por el control de la inflación. En esta oportunidad, cree que es especialmente importante aludir a elementos tácticos que también hacen recomendable un alza de la TPM en una magnitud acotada de 25 pb como la propuesta. Por una parte, la gran mayoría del mercado espera un movimiento en este sentido y magnitud. A esto se suma que la decisión de política que adoptemos hoy debe ser coherente con el análisis y proyecciones que serán presentados en el próximo IPOM. En este punto cabe destacar que una parte importante

24



de las variables relacionadas con la inflación y el crecimiento, fueron corregidas al alza si lo comparamos con el IPOM de enero. Por lo tanto, sería muy complejo explicar la racionalidad de una decisión distinta a un alza, teniendo en cuenta los últimos antecedentes del mes y las perspectivas que serán presentadas en el próximo Informe. Finalmente, cree necesario transmitir en nuestro comunicado que dos alzas consecutivas no implican una aceleración del ritmo de normalización, ni un abandono de la estrategia de retiro pausado del estímulo monetario. Más bien, es una medida preventiva que pretende conciliar el panorama de crecimiento con la convergencia a nuestro objetivo inflacionario, en el horizonte que nos interesa.

Por ello vota por un alza de la TPM de 25 puntos base.

El Vicepresidente señor De Gregorio, indica que en septiembre del año pasado el Banco Central decidió iniciar un proceso de reducción pausada del impulso monetario. Esta estrategia se fundamentó sobre la base de que la economía estaba en una senda de reducción gradual de las brechas de capacidad y las perspectivas que la inflación iría paulatinamente aumentando al centro del rango meta, incluso a fines del horizonte de proyección se espera que la inflación esté levemente encima del rango meta, convergiendo a él en los meses siguientes, explicado, en todo caso, en gran medida por los rezagos del aumento del precio del petróleo.

Señala el señor Vicepresidente, que los datos más recientes confirman que el escenario central es el que se ha estado dando, la cifras de actividad para el primer trimestre están dentro del rango esperado, aunque en el margen han sido levemente inferiores, en particular en el sector industrial. Sin embargo, la evolución de la inversión, empleo y agregados monetarios muestran que este proceso sigue con el vigor esperado. Por su parte, todas las medidas de inflación, con la sola excepción de la sorpresa en el IPCX1 explicado en gran medida por la evolución del precio de los pasajes de buses interurbanos, también han estado mostrando un leve aumento consistente con el escenario central previsto desde septiembre del año pasado. Esto no solo es el resultado del aumento del precio del petróleo, el cual no sería una razón suficiente para pensar que haya presiones inflacionarias persistentes, sino que también el aumento de todas las medidas subyacentes asociadas al IPCX y al IPCX2.

En consecuencia, la decisión de hoy debería ser si dentro de esta estrategia de reducción gradual de la expansividad de la política monetaria, corresponde o no subir la tasa de política monetaria. De tener un sesgo neutral se podría argumentar que se puede esperar antes de seguir subiendo la tasa de interés, sin embargo el sesgo actual es de un gradual aumento de tasas de interés. Entonces, a su juicio, habría que preguntarse si la tasa de interés actual es coherente con la trayectoria al alza requerida para cumplir con el objetivo de inflación y cree que, en este contexto, hoy día correspondería continuar con un alza de la tasa de interés. No obstante, señala que para apoyar esta decisión es necesario reconocer que existen riesgos importantes que podrían desviar la economía del escenario central. En particular, los riesgos del escenario internacional y su impacto sobre la economía nacional, sugerirían cierta cautela. El petróleo sigue alto y puede afectar negativamente la capacidad de crecimiento mundial, lo que puede tener repercusiones no menores en el ritmo de crecimiento del consumo doméstico, frenando la expansión de la demanda doméstica.

Por otra parte, hace presente que el ajuste aún pendiente de los balances de cuenta corriente en el mundo pueden también producir ajustes en el dinamismo de la economía mundial con negativas consecuencias para la economía chilena, induciendo al menor crecimiento e inflación. Agrega, que estos riesgos no son menores aunque debido a que todavía no se materializan no le parecen suficientes para proponer una mantención de la tasa de política monetaria. En todo caso, estima que habrá que seguir observando la evolución de la economía mundial para graduar el retiro del impulso monetario. Esto sin duda pone una nota



de cautela sobre las decisiones futuras, pero cree que no son suficientes para recomendar la mantención de la tasa en esta reunión.

El Vicepresidente, señor De Gregorio, señala que a lo anterior hay que agregar otro elemento relevante. El mercado espera mayoritariamente, casi en forma unánime, un alza en la tasa de política monetaria, lo que de no ocurrir tal como se señala en la Minuta de Opciones de política monetaria, podría dar la señal de que el Banco tiene una visión más pesimista del futuro. Sin embargo, tal como quedará reflejada en la presentación del Informe de Política Monetaria la próxima semana, eso no es así. En su opinión se debería explicar al Senado la estrategia de normalización de la política monetaria, la que consistentemente con la meta de inflación, le permiten a la economía chilena seguir en una senda de crecimiento sostenido con estabilidad macroeconómica. También se debería explicar, que el objetivo del Banco es evitar cambios bruscos en la política monetaria, los que se podrían hacer más probables en caso que se comenzara a demorar el ajuste.

Concluye, señalando que de materializarse los escenarios de riesgos negativos, sí que se podría justificar avanzar con mayor lentitud, lo que hoy día en todo caso no está ocurriendo. Por lo anterior hoy su voto es por subir la tasa de política monetaria en 25 puntos base.

El Presidente señor Vittorio Corbo, señala que también parte su intervención por felicitar a la Gerencia de División Estudios por el material que han presentado y también por la discusión de las opciones de política.

El señor Presidente hace presente, que la actividad económica continúa expandiéndose con una velocidad algo más moderada que en meses recientes, mientras que la demanda interna continúa mostrando una sólida expansión, destacando el alto dinamismo que sigue mostrando la inversión en capital fijo. De otra parte, el empleo continúa también con una sostenida expansión. En cuanto a la inflación, ésta se ha incrementado debido principalmente al aumento del precio del petróleo, sin embargo diferentes medidas de inflación subyacente también muestran una aceleración. Otras variables asociadas con la dinámica de mediano plazo de la inflación, mantienen o incluso aumentan su grado de expansión, entre éstas destacan los salarios, los precios al por mayor y al productor, los agregados monetarios y de crédito y las distintas medidas de expectativas de inflación. En contraste, indica que vale la pena destacar también, que las altas tasas de aumento de productividad que se han observado en trimestres recientes, mantienen el crecimiento los costos unitarios en niveles bastante acotados. Si se mira hacia delante, el gradual cierre de brechas y el repunte en las distintas medidas de inflación, que se incluye en el informe de política monetaria que se va a mostrar al Senado la próxima semana, destacan claramente que se incrementa el riesgo que la inflación esperada se comience a alejar en forma persistente de la meta de inflación en los próximos meses, con una tasa de política que iguala la meta de inflación y muy por debajo de cualquier medida razonable de tasa de interés neutral. En estas circunstancias, señala el Presidente, señor Vittorio Corbo, que lo más aconsejable es continuar con el proceso de reducción gradual del estímulo monetario para mantener las expectativas de inflación y la inflación misma ancladas en torno al centro del rango meta en el horizonte habitual de política monetaria. De hecho, indica como lo han explicado sus colegas en el Consejo, el mercado ha leído esto de la misma forma y hoy día, en forma casi unánime, se espera que el proceso continúe en la misma forma tanto respecto de las cifras de actividad como de las de inflación.



Por lo anterior, su voto también es por subir la TPM en 25 puntos base en esta ocasión, pero también cree que es muy importante destacar que esto es consistente y completamente coherente con la estrategia de retiro pausado del excesivo estímulo monetario, lo cual es una forma de comprar seguro para que mañana no se tenga que subir la tasa más agresivamente si la inflación se empieza a escapar, de materializarse el escenario central que tenemos en el IPOM. Concluye, señalando que siempre se estará muy atento, revisando los escenarios alternativos y en todas las siguientes reuniones de Política Monetaria.

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

77-01-050512 – Tasa de Política Monetaria.

Se acuerda aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base hasta 3,25% anual.

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

III. Comunicado

“En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central resolvió, por unanimidad, aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base hasta 3,25% anual.

Los antecedentes disponibles muestran que el crecimiento de la actividad, aunque más atenuado que en trimestres pasados, sigue siendo superior a su tendencia. La inversión, el consumo y el empleo continúan creciendo apoyados por condiciones monetarias internas claramente expansivas y por un entorno internacional favorable, pero cuyos riesgos se mantienen elevados.

La información de precios más reciente indica que, más allá de movimientos inusuales en precios específicos y la incidencia directa que tiene el aumento del precio del petróleo, la tendencia inflacionaria sigue aumentando gradualmente, en línea con lo previsto. Cabe destacar que, no obstante el incremento de los salarios por hora observado en los últimos meses, los costos laborales unitarios se mantienen estables.

Este aumento de la tasa de interés es coherente con el ritmo de normalización pausada iniciada en septiembre pasado, refleja las buenas perspectivas de la economía nacional, y reduce el riesgo de movimientos abruptos en el futuro. El Consejo reitera su compromiso

4



Sesión N° 77
Política Monetaria
12.05.2005 23.-

de conducir la política monetaria de manera de mantener una trayectoria para la inflación esperada en torno a 3% anual en el horizonte habitual de política de 12 a 24 meses."

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

JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Vicepresidente

VITTORIO CORBO LIOI
Presidente

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Consejero

MARÍA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera

MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero

NICOLÁS EYZAGUIRRE GUZMÁN
Ministro de Hacienda

JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR
Ministro de Fe (S)