



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION DE POLITICA MONETARIA N° 57
Celebrada el 8 de enero de 2004

En Santiago de Chile, a 8 de enero de 2004, siendo las 16,00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Vittorio Corbo Lioi y con la asistencia del Vicepresidente don José De Gregorio Rebeco y de los Consejeros señora María Elena Ovalle Molina, señor Jorge Desormeaux Jiménez y señor Manuel Marfán Lewis.

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

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 División Internacional, don Esteban Jadresic Marinovic;
Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva;
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;
Gerente de Información e Investigación Estadística, don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente de Comunicaciones Institucionales, don Eduardo Arriagada Cardini;
Secretaria Ejecutiva del Gabinete de la Presidencia, doña Cecilia Feliú Carrizo;
Jefe de Prosecretaría, doña Cecilia Navarro García.

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

I. Resolución sobre Proyecto de Acta correspondiente a la Sesión N° 56, celebrada 11 de diciembre de 2003.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo el Proyecto de Acta correspondiente a la Sesión N° 56, celebrada el 11 de diciembre de 2003, cuya versión final se aprueba sin observaciones.

II. Resolución sobre Minuta correspondiente a la Sesión N° 56, celebrada el 11 de diciembre de 2003.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo la Minuta correspondiente a la Sesión N° 56, celebrada el 11 de diciembre de 2003, la que se aprueba sin observaciones.

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

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de julio de 2004, para el , jueves 8 de ese mes.

IV. Exposición.

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

SÍNTESIS DEL MES

En los últimos meses se produjo una caída significativa e inesperada de la inflación debido a presiones de costos sorpresivamente menores. Estas se manifestaron, en primer lugar, en la apreciación del peso, que ha tenido efectos directos e indirectos en la evolución de los precios de la economía y que ha hecho caer la inflación del IPC, medida en doce meses a diciembre, en cerca de un punto porcentual. En segundo lugar, en la reducción de algunos precios específicos, como los alimentos no perecibles, por ganancias de eficiencia y/o mayores grados de competencia en el comercio, contribuyendo entre medio y un punto porcentual a la menor inflación en doce meses. Debido a la inercia del proceso inflacionario en Chile y a la revisión a la baja de las expectativas inflacionarias, las sorpresas anteriores provocaron además una importante caída de la inflación proyectada para los próximos dos años.

En el ámbito internacional también se han visto novedades relevantes. El dólar se ha depreciado de forma pronunciada con relación a las principales monedas. También el crecimiento de Estados Unidos sigue tomando fuerza, al igual que en los países emergentes de Asia, mientras en Japón se aprecian los efectos de la recuperación de la economía mundial. Las condiciones financieras globales han mejorado en algo, y como resultado de todo lo anterior las perspectivas para el crecimiento de la economía mundial durante 2004 mejoran, alcanzando las mayores tasas desde el año 2000. El precio del cobre, por su parte, ha mostrado un importante repunte, ubicándose en las últimas semanas por sobre US\$1 por libra, apoyado por la recuperación de la economía mundial y la depreciación internacional del dólar.

Estos cambios del entorno internacional que enfrenta la economía chilena, junto con perspectivas privadas internas y laborales más favorables, el repunte del consumo privado, el dinamismo de los créditos a las personas y la actual política monetaria expansiva, permiten anticipar para este año un crecimiento de la actividad económica y el gasto mayor que el estimado en el *Informe* anterior. Por este factor es esperable que las holguras de capacidad se reduzcan de manera algo más rápida que la prevista hace unos meses.

Con todo, a fin de disminuir los riesgos de que la inflación se ubique por debajo de la meta por un tiempo indeseablemente prolongado, postergando la convergencia de la inflación a 3% en el horizonte habitual de política, el Consejo del Banco Central estimó conveniente reducir la tasa de interés de política en diciembre, incrementando el ya marcado impulso monetario previo. Este mayor grado de expansividad, junto con ritmos de crecimiento mayores para la actividad y el gasto, y al compromiso del Banco Central de utilizar sus políticas para cumplir con las metas establecidas, facilitan la tarea de encauzar la inflación de manera que ésta vuelva al centro del rango meta de 2 a 4% a fines del horizonte de proyección.

En lo más reciente, se ha observado un mayor crecimiento tanto en EE.UU. como en Japón y Asia emergente, junto con un panorama más auspicioso para la zona euro. Particularmente en EE.UU., el ritmo de crecimiento de la actividad y la productividad ha sorprendido, observándose también un mayor dinamismo en Japón. Junto con este mejor desempeño se ha visto una marcada depreciación del dólar respecto de las principales monedas del mundo. Esto ha apoyado el fortalecimiento de los precios de las materias primas, y es por ahora coherente con el ajuste gradual esperado del déficit de cuenta corriente de EE.UU. Una contrapartida del menor financiamiento privado de este déficit ha sido el repunte de los flujos de capitales hacia economías emergentes, en particular las de Asia emergente y América Latina. Este repunte es más intenso que el observado algunos trimestres atrás. La mejor perspectiva de flujos también se ha traducido en una disminución de los *spreads* soberanos de las economías emergentes desde mediados de 2003, adicional a la observada con anterioridad. Las reducidas tasas de interés de largo plazo en las principales economías indican que se espera que el favorable impulso monetario a nivel global continúe durante este año, mientras persista la ausencia de presiones inflacionarias relevantes y las holguras que todavía se observan en diversos países.



Uno de los aspectos más sobresalientes del escenario externo ha sido el mejoramiento en los términos de intercambio observado durante la última parte del año 2003, en particular el aumento del precio del cobre y otros productos de exportación. Por un lado, el mayor precio del cobre refleja la evolución de la macroeconomía global, particularmente el repunte de la actividad en zonas económicas como Asia y otros grandes demandantes de recursos naturales, y el debilitamiento del dólar frente a las principales monedas. Por otro, luego de las incertidumbres ocurridas durante el primer semestre de 2003, el precio del petróleo *Brent* se ha ubicado, con la volatilidad habitual, dentro de lo previsto hace unos meses, esperándose una reducción gradual en 2004 y 2005. En este escenario, en la actualidad se anticipa para este año un incremento de los términos de intercambio de algo más de 9% respecto del promedio del 2003.

No obstante estos hechos positivos, persisten los riesgos de que un ajuste adicional más intenso de la paridad del dólar en los mercados internacionales dé como resultado una caída en los flujos de financiamiento del abultado déficit en cuenta corriente de EE.UU. Adicionalmente, la persistencia de un desequilibrio presupuestario en esta economía podría adelantar las presiones al alza de las tasas de interés de corto y largo plazo en dólares, introduciendo eventualmente grados de inestabilidad financiera en los mercados desarrollados y emergentes. Por el lado positivo, es posible que se consolide un mayor dinamismo en la economía mundial, con consecuencias favorables para la actividad y el gasto internos. En América Latina, en tanto, economías relevantes aún enfrentan desafíos importantes en los ámbitos de reformas estructurales y financieras, las que son necesarias para asegurar condiciones financieras saludables y lograr un ritmo de crecimiento sostenido. Finalmente, el riesgo de atentados terroristas en el mundo occidental sigue latente.

En Chile, las condiciones monetarias y crediticias continúan siendo expansivas, lo que se aprecia especialmente en los créditos a personas. Por espacio de más de un año el crédito de consumo crece a tasas de dos dígitos, gracias al menor riesgo de los sujetos de crédito, niveles de rentabilidad elevados en este segmento y un incremento de la competencia en el sistema, apoyado por la entrada de nuevos actores. El crédito de vivienda sigue mostrando tasas de interés reducidas y una expansión importante de los volúmenes. En contraste, las colocaciones a las empresas se mantienen planas, lo que sería atribuible a factores de demanda. Por un lado, la emisión de bonos corporativos se ha constituido en una fuente de financiamiento a la que recurren cada vez más las empresas de mayor tamaño. Por otro, la formación bruta de capital, más allá de los sectores asociados a la edificación, no muestra aún un repunte apreciable, mientras que el bajo dinamismo del crédito a empresas se aprecia en todos los segmentos.

En la actualidad, el mercado espera que el impulso monetario persista por más tiempo del que se anticipaba hace solo algunos meses, antes de las sorpresas en el plano inflacionario y la reducción de la Tasa de Interés de Política Monetaria (TPM) de diciembre. Hoy la trayectoria de tasas de interés que se deduce de la estructura de mercado se ubica, en promedio, prácticamente 100 puntos base por debajo de la observada en septiembre. Ello es congruente con la importante caída de las tasas de interés de los documentos nominales de mediano plazo del Banco Central. Por su parte, las tasas de interés reajustables de mediano plazo se han mantenido relativamente estables, en línea con las perspectivas de mayor crecimiento para los próximos años.

El esquema de flotación, en un contexto de cuentas fiscales ordenadas y credibilidad de la meta de inflación, permite que el tipo de cambio se ajuste frente a modificaciones en las perspectivas internas y externas de la economía chilena, lo que se ha apreciado en episodios de diversa naturaleza durante los años recientes. Por ello, los cambios en el escenario externo respecto del *Informe* de septiembre, en particular la debilidad del dólar con respecto a las principales monedas, a lo que se agregan los mejores términos de intercambio y condiciones financieras más estables después de las turbulencias observadas entre fines de 2001 y fines de 2002, pueden explicar buena parte de la apreciación real del peso desde esa fecha. Aunque ésta ha sido más marcada en términos bilaterales con respecto al dólar estadounidense, también ha ocurrido en términos multilaterales. En particular, el tipo de cambio real, que considera el conjunto de socios comerciales de Chile, en diciembre se ubicó 13% por debajo de su nivel máximo mensual en marzo del 2003, volviendo a niveles promedio observados durante el año 2001, los que resultan del orden de 10% superiores a los promedios registrados en el



2000. Aunque una parte de los vaivenes del valor real del peso se asocia a la trayectoria del dólar en los mercados externos, el tipo de cambio real excluyendo el dólar se ubicó en 2 y 11% por sobre los niveles observados en diciembre de 2000 y de 2001, respectivamente. En las proyecciones de este *Informe*, se utiliza el supuesto metodológico de que el tipo de cambio real se mantendrá en torno a los niveles promedio alcanzados en la última semana previa al cierre de este *Informe*.

Luego de una leve desaceleración a fines del primer semestre del 2003, el consumo privado de bienes durables ha recuperado un importante dinamismo. Detrás de ello está la mejora en el mercado laboral, la recuperación de la confianza de los hogares y el incremento de los créditos de consumo. Así, el mencionado debilitamiento del consumo parece haber estado vinculado a las incertidumbres que rodearon el conflicto bélico en Irak y al impacto del incremento del precio de los combustibles y algunas tarifas —como la de la locomoción colectiva— sobre el ingreso real de las familias. Al despejarse estos elementos, se ha otorgado un mayor impulso a este componente del gasto privado. En la medida en que variables externas, como el precio del petróleo, e internas, como el empleo, continúen siendo favorables, es posible esperar que el consumo privado —durable y habitual— presente en 2004 y 2005 tasas de crecimiento superiores a las de años recientes.

En el mercado laboral las noticias son positivas. Aunque el fuerte repunte del empleo del primer semestre se vio afectado en parte por factores transitorios vinculados a un incremento de la fuerza de trabajo femenina y del empleo por cuenta propia, la información más reciente da cuenta de un mayor dinamismo del empleo asalariado y una caída significativa de la tasa de desocupación, la que se ubica en su nivel más bajo de los últimos cinco años. Además, la trayectoria del indicador de vacantes, elaborado a partir de información de ofertas de empleo en periódicos, augura que la creación de empleo asalariado continuaría fortaleciéndose en los próximos trimestres.

Al contrario del consumo, y con la excepción de la edificación habitacional, la formación bruta de capital no continuó con el repunte que se apreciaba el segundo trimestre del año pasado, mostrando un rezago que parece ser mayor al observado en otros ciclos de la economía chilena. En particular, la acumulación de capital en maquinaria y equipos ha sido sorprendentemente reducida, en relación con las favorables condiciones financieras internas y externas y el afianzamiento de mejores perspectivas de crecimiento de la actividad. En general, este componente de la demanda interna ha sido uno de los más sensibles a los cambios en las percepciones privadas y en las posibilidades de financiamiento, por lo que su aletargamiento reciente es algo anómalo. En todo caso, se estima que, de mantenerse las buenas condiciones actuales, este segmento de la demanda interna tendría un repunte más intenso en el curso del primer semestre de 2004.

El escenario fiscal de corto plazo ha estado en línea con lo esperado en septiembre. El logro de la meta de superávit estructural para 2003 se alcanzó gracias a diversos ajustes por el lado del gasto y al incremento del IVA. La discusión presupuestaria de la ley de presupuestos de 2004 también se enmarcó dentro de esta regla. La evolución reciente del precio del cobre —por sobre la considerada— y de la inflación efectiva —por debajo de lo estimado— provocarán efectos de signo contrapuesto en el balance fiscal convencional. En todo caso, las proyecciones contenidas en este *Informe* suponen que se cumplirá la meta contenida en la regla de superávit estructural.

Los antecedentes relativos al escenario internacional, las perspectivas privadas y el mercado laboral, así como la marcada expansividad actual de la política monetaria, son coherentes con ritmos de expansión de la actividad y el gasto interno mayores que los estimados en el *Informe* de septiembre. El Consejo prevé que el crecimiento de la actividad alcanzará tasas de expansión en un rango entre 4,5 y 5,5% durante 2004. El repunte de los términos de intercambio, junto con la trayectoria del tipo de cambio real en torno a los niveles actuales, las mejores perspectivas de flujos de capitales a las economías emergentes en general, y expectativas de una expansión del gasto interno entre 1 y 2 puntos porcentuales por sobre el crecimiento del PIB, son congruentes con una cuenta corriente algo más deficitaria que la prevista en septiembre, con saldos por sobre 1% del PIB anual promedio en los años 2004 y 2005, con un déficit mayor en 2005.



Este escenario de crecimiento es mayor que el presentado en el último *Informe*, cuando se preveía que la expansión de la actividad se ubicaría entre 4 y 5% este año. Las proyecciones del sector privado también cambiaron desde septiembre pasado, revelando un incremento para el año 2004. Según la encuesta de expectativas económicas del Banco Central, las proyecciones de crecimiento para este año aumentaron desde una mediana esperada de 4,2% en septiembre a 4,5% en enero, pasando de 4,6 a 5,0% para 2005 entre iguales meses. En tanto, las estimaciones de *Consensus Forecasts* aumentaron desde 4,3 a 4,6% para este año.

En el escenario central de actividad, dado un crecimiento de tendencia que se estima entre 3,5 y 4% para el año 2004, las holguras de capacidad tenderán a cerrarse de manera algo más rápida que lo anticipado, siendo éste un elemento importante dentro de la trayectoria prevista de los precios. Más allá de las condiciones de demanda y oferta, en la actualidad se estima que el efecto de las sorpresas por el lado de los costos tendrá una duración considerable, en parte por la magnitud de los cambios en estas variables, pero también asociado a la mayor competencia y eficiencia que se observa en diversos ámbitos del comercio, lo que permite una trayectoria de márgenes con efectos menores en los precios. Además, la evidencia comparada de los márgenes operacionales del comercio, muestra que en Chile, en la actualidad, éstos se ubican hoy muy por debajo de lo observado en otros mercados.

La rápida apreciación del peso ha tenido un significativo impacto directo en la trayectoria de la inflación, principalmente —aunque no sólo— por su incidencia en el precio de los combustibles en el mercado interno y la operación de cláusulas de reajustabilidad automática en diversas tarifas reguladas, como la locomoción colectiva y los servicios básicos de los hogares. Se estima que la apreciación del peso desde septiembre a la fecha afectó en cerca de un punto porcentual la trayectoria de la inflación en doce meses del IPC a diciembre. Estos antecedentes continuarán incidiendo en la inflación en doce meses del IPC en el corto plazo, sumándose además para mediados del primer semestre de este año cerca de tres puntos porcentuales de menor inflación por la comparación con fines del primer trimestre de 2003, cuando tomaba curso la guerra en Irak y el precio del petróleo y de sus derivados subían fuertemente. En su conjunto, estos factores hacen previsible que la inflación en doce meses se ubique en valores negativos por espacio de algunos meses durante el primer semestre del presente año, acercándose al centro del rango meta hacia fines del horizonte de proyección.

De esta manera, aunque la ocurrencia de cifras negativas para la inflación en doce meses se estima como un fenómeno básicamente coyuntural, se espera que ello reduzca por un tiempo el crecimiento de los salarios nominales. Por otra parte, el menor crecimiento de la productividad del trabajo, que en algún momento provocó preocupación por su eventual impacto en los costos y en la inflación, se ha revertido, especialmente en el sector industrial. Así, en el escenario de mediano plazo no se aprecian mayores presiones de costos laborales unitarios por el lado del sector privado. El acotado reajuste del sector público de fines de 2003 consideró de manera adecuada el cambio de escenario de inflación y, a la vez, contribuye de manera importante a moderar las presiones inflacionarias de mediano plazo.

Adicionalmente, se han producido novedades en los precios de algunos grupos de productos específicos, donde las ganancias de eficiencia en las cadenas de producción y distribución y mayores grados de competencia en la venta al detalle han permitido reducir costos y bajar precios. Este aspecto, que ha incidido entre medio punto y un punto porcentual en la menor inflación observada en meses recientes, sumado a la trayectoria cambiaria reciente, introduce un grado de persistencia mayor en la caída de la inflación de los últimos trimestres, la que no estaba contemplada en proyecciones previas. En efecto, los mayores precios que respondían a la presión por mayores márgenes del comercio eran un elemento que subyacía en las trayectorias de inflación proyectadas en *Informes* anteriores, elemento que parece haber sido acomodado, en parte, gracias a los menores costos y las ganancias de eficiencia mencionadas.

Así, para evaluar la trayectoria de la inflación en el escenario más probable, el Consejo estima que las principales sorpresas han estado por el lado de los costos importados y la evidencia de descompresión de márgenes gracias a mayor competencia y eficiencia. Estos aspectos, por su magnitud, han introducido un efecto relevante en la inflación en doce meses, el que se apreciará sobre todo en el corto plazo. Por el contrario, las noticias en el ámbito de las brechas de capacidad y de empleo, aunque apuntan en la dirección de mayores presiones, son



aspectos que operan con un mayor rezago y son cuantitativamente más importantes, tendiendo a persistir en el tiempo.

Lo anterior configura un cuadro donde la reducción de la inflación en doce meses sería esencialmente transitoria, aunque por un período algo más prolongado que el previsto. De hecho, la trayectoria de las medidas de inflación subyacente en doce meses es menos pronunciada, no previéndose cifras negativas. En particular, la inflación en doce meses del IPCX1, que excluye además de los precios de productos perecibles y combustibles una serie de tarifas y precios indizados, se ha mantenido estable en torno a 2%, y se espera que continúe en valores similares o algo inferiores antes de acercarse hacia el centro del rango meta a fines del 2004. Así, se estima que hacia fines del próximo año la inflación del IPC retornaría a cifras cercanas a 3%.

Más concretamente, suponiendo un escenario en que la actividad muestre un crecimiento en el rango planteado, se espera que a fines de este año la inflación del IPCX alcance a 2,7%, llegando a 3,2% a fines de 2005. La inflación subyacente promedio alcanzaría a 1,5% en el curso de este año y a 3,2% en los siguientes doce meses. En la medida que en el año 2004 el precio internacional del crudo se mantenga en torno a US\$27 por barril en promedio y luego disminuya a US\$24 por barril en 2005, la inflación anualizada del IPC se ubicaría en promedio en 0,7 y 2,7% en 2004 y 2005, respectivamente, alcanzando cifras, diciembre a diciembre de cada uno de estos años, de 2,0 y 3,0%. De esta manera, el efecto más fuerte de la apreciación del peso se observaría durante 2004, disipándose gradualmente en el curso del próximo año y siguientes. Además de que el efecto de la fortaleza del peso sobre los precios es de una sola vez, se estima que una parte de las caídas de los precios de alimentos no perecibles se revertirá gradualmente, mientras el principal impulso para que la inflación retorne al rango meta lo provee en la actualidad el cierre de brechas en un contexto en que el Banco Central está comprometido a usar sus políticas de manera de cumplir con la meta de inflación centrada en 3%.

Las expectativas privadas también indican cambios relevantes de la inflación esperada. Encuestas realizadas a mesas de dinero, tanto a uno como a dos años plazo, han presentado reducciones de la inflación esperada en los últimos meses, desde valores promedio cercanos a 3% en septiembre, hasta los actuales niveles de entre 1,5 y 2,5%. A su vez, el resultado de la encuesta de expectativas del Banco Central, señala que a un año plazo la inflación esperada ha caído desde 3,2% en septiembre a 2,0% en enero. A dos años, en tanto, las expectativas que se deducen de la encuesta se sitúan en 2,8%, por primera vez bajo el centro del rango meta, mientras que la inflación implícita, en un horizonte de 3 a 5 años, deducida a partir de los diferenciales de tasas entre documentos nominales y reajustables, se ubica por debajo de 2%.

En este sentido, las expectativas privadas han reaccionado con intensidad a las noticias de corto plazo, ubicando la inflación esperada por debajo del centro del rango meta en horizontes mayores que el habitual de política. Es importante destacar que el Banco Central descarta modificar la meta centrada en 3%, pues estima que ella permite acotar los riesgos de que *shocks* como los experimentados recientemente lleven a la inflación a valores negativos por períodos más prolongados que los que se prevén en la actualidad. Esta meta permite asimilar ajustes de precios relativos vinculados, por ejemplo, al incremento de la productividad en el largo plazo, sin forzar caídas de precios en sectores específicos, con sus negativas consecuencias sobre la actividad y la eficiencia de los ajustes sectoriales.

Las tendencias centrales contenidas en este *Informe* constituyen el escenario que se estima como más probable. Como es habitual, sin embargo, existen riesgos relevantes que configuran escenarios alternativos tanto para la inflación como para el crecimiento, los que constituyen el balance de riesgos para ambas variables.

En el ámbito internacional, los riesgos identificados con anterioridad persisten, en particular la eventualidad de una depreciación adicional importante del dólar en los mercados. A ello se añade la posibilidad de que las tasas de interés de largo plazo en dólares reaccionen a un escenario fiscal altamente deficitario y a una economía en franca expansión. Por el lado positivo, no se descarta un repunte más intenso de la economía mundial, que fortalezca aun más los precios de las materias primas, aunque ello también influiría en la trayectoria de las



tasas de interés. Escenarios como los descritos, que lleven a tasas de interés externas mayores, pondrían también afectar la recuperación de la región.

Internamente, persiste la posibilidad de que la esperada aceleración de la actividad siga un curso diferente del previsto y existe incertidumbre respecto de las trayectorias efectivas que seguirán los distintos indicadores de costos. La concreción de tasas de expansión de la actividad y del gasto crecientes en el tiempo, que permitan reducir las actuales holguras, sigue vinculado al afianzamiento del escenario externo y al impulso monetario. Los antecedentes más recientes, junto con la entrada en vigencia de los diversos tratados de libre comercio y la mantención de condiciones financieras favorables para Chile, permiten esperar un mejor panorama de mediano plazo. No se puede descartar, en todo caso, que la actividad interna responda de manera más intensa de lo previsto a la mejoría observada del escenario internacional, o que este último se consolide de manera más positiva para el crecimiento.

Adicionalmente, se estima que el bajo ritmo de crecimiento de la inversión en trimestres recientes es de carácter coyuntural, debido a la favorable evolución de los factores que la determinan. Sin embargo, no se descarta que esta situación persista en el tiempo e incida en un diagnóstico de un crecimiento efectivo y de tendencia menor al previsto, afectando la velocidad de cierre de las brechas y la trayectoria de la inflación.

Por el lado de la inflación, si la trayectoria de los salarios nominales no se acomoda al escenario de menor inflación que se observará en el corto plazo, la desaceleración de los costos laborales unitarios puede reducirse o incluso revertirse, poniendo algo más de presión a la inflación subyacente. Por otro lado, es posible que la caída de los precios de alimentos no perecibles sea más duradera, y/o que los márgenes sigan una trayectoria de menor descompresión, lo que reduciría las presiones de precios en el mediano plazo.

Con relación a los componentes importados de la inflación, el fortalecimiento reciente del peso ha provocado cambios persistentes en la inflación en doce meses, que se consideran, de todas maneras, como transitorios en la inflación mensual. Pero en un escenario de desviación mayor de las expectativas de inflación respecto del centro del rango meta, es posible que la inflación tarde más de lo previsto en retornar a 3%. También pueden darse escenarios de tipo de cambio distintos del previsto. En todo caso, no existe evidencia de que el traspaso de los movimientos del tipo de cambio a la inflación difiera de lo experimentado en años recientes. Finalmente, aunque escenarios para el precio del crudo distintos del considerado en el escenario central de este *Informe* parecen probables, su impacto en la trayectoria de mediano plazo de la inflación en Chile sería acotado.

En su conjunto, se estima que el balance de riesgos tanto para la actividad como para la inflación se encuentra balanceado.

En síntesis, el Consejo estima que la actual orientación expansiva de la política monetaria es compatible con que la inflación se ubique en el centro del rango meta a fines del horizonte de proyección. Así, en el escenario central, se proyecta que la inflación medida por el IPC se situará en cerca de 3% a fines del año 2005, pero por debajo de 2% en promedio durante este año, reflejando el impacto de la apreciación del peso y otras eventualidades. Por su parte, el crecimiento económico aumentará, alcanzando cifras que excederán a las del crecimiento del PIB potencial.

En los próximos meses, el Banco Central pondrá especial atención en el comportamiento de las distintas medidas de inflación subyacente, además de la evolución de los costos laborales, la inflación externa y las expectativas inflacionarias privadas, así como el ritmo que tome el cierre de las holguras de capacidad, el que a su vez está ligado al ritmo de crecimiento de la actividad y el gasto. Un factor especialmente relevante en esta evaluación es lo que suceda con el crecimiento de la inversión.

La existencia de rigideces nominales en diversos mercados de la economía hace inconveniente que perduren de manera excesiva niveles de inflación por debajo de la meta, los que además dificultan el ajuste de precios relativos. Por ello, el Consejo reafirma que el objetivo del Banco Central es alcanzar una inflación centrada en 3% en el horizonte habitual de política de 24 meses, y que continuará usando sus políticas con flexibilidad, de manera de confrontar



movimientos persistentes en la inflación proyectada que la alejen de esta meta en una u otra dirección. En este sentido, escenarios diferentes del escenario central tienen asociados distintos cursos de acción para la política monetaria.

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 diciembre, el Consejo decidió reducir la tasa de política en 50 puntos base a 2,25%. Se consideró que el reducido nivel al que había caído la inflación, su persistencia y el efecto que estaba teniendo sobre las expectativas inflacionarias a mayor plazo configuraban un riesgo relevante de que la inflación fuera indeseadamente baja por un tiempo prolongado. La reducción de la tasa se consideró coherente con acotar este riesgo permitiendo mantener las proyecciones de inflación en torno a 3%, en el horizonte habitual de política de 24 meses. Se analizó que la situación internacional continuaba mejorando y se reafirmaba el panorama de mayor crecimiento para los próximos trimestres.
2. Desde la última sesión, las principales novedades han continuado por el lado de la inflación, el precio del cobre y el tipo de cambio:
 - La inflación del mes de diciembre estuvo 3 décimas por debajo de lo que se proyectaba hace un mes, concentrándose gran parte de la sorpresa en la inflación subyacente IPCX1.
 - El tipo de cambio ha continuado apreciándose en las últimas semanas. Respecto del dólar, acumuló hasta ayer una caída de 6,1% desde la última reunión, mientras el TCM disminuyó cerca de 5%.
 - Mientras las proyecciones de crecimiento del mundo para el año 2004 han continuado consolidándose, el precio del cobre se ha ubicado algo por encima de US\$ 1,05 la libra, casi 5 centavos más que hace un mes y 20 centavos más que hace tres meses.
3. Por el lado de la actividad, los cambios principales se concentran en el escenario externo y sus posibles efectos sobre el crecimiento proyectado para 2004 y 2005. Las noticias concretas de actividad siguen estando dentro de lo previsto, y quizás algo por debajo en el caso de la industria. Algunos indicadores indirectos importantes sí muestran un mejor panorama, lo que se aprecia en que la confianza del consumidor ha llegado a nuevos máximos, el mercado laboral continúa afianzando su dinamismo, y las colocaciones a personas siguen creciendo con fuerza.
4. Los resultados de los ejercicios de proyección realizados con los antecedentes acumulados son los siguientes:

Especificación	2003	2004	2005
Inflación IPC promedio anual	2,8	0,6	2,5
Inflación IPC diciembre	1,1	1,9	2,8
Inflación IPCX promedio anual	2,3	1,5	2,9
Inflación IPCX diciembre	1,6	2,6	3,0
PIB	3,2	5,1	6,2

5. De lo anterior, las opciones de política monetaria que aparecen como más plausibles son mantener la tasa de interés o disminuirla, en una magnitud que se analizará más abajo.
6. Al igual que en el mes pasado, se considera pertinente descartar la opción de *aumentar* la tasa de interés ya que, por el momento, se estima que el riesgo de que la inflación se ubique por sobre 3% en el horizonte de política es reducido.



7. Como en la reunión anterior, son dos las justificaciones principales para *disminuir* la tasa de interés. En primer lugar están las consecuencias de las novedades del último mes sobre las proyecciones internas de inflación. A pesar de que el recorte de tasas del mes pasado y el mejor escenario externo permiten un cierre de holguras de capacidad algo más rápido que lo esperado hace un mes, ello no compensa los efectos del nuevo escenario cambiario y de *shocks* en precios específicos. Además, el impacto sobre la inflación en el corto plazo es bastante seguro, mientras que el efecto sobre crecimiento es aún una interrogante. En el escenario más probable, la inflación se proyecta actualmente por debajo de 3% en todo el horizonte de proyección, acercándose (aunque no llegando) a 3% a fines de 2005.
8. En segundo lugar, se podría justificar una reducción de la tasa de interés por el nivel y persistencia que continúan mostrando algunas medidas o *proxys* de inflación esperada a mediano plazo. En la reunión anterior este argumento fue destacado a partir de los diferenciales de tasas de interés entre operaciones nominales y reajustables a dos y cinco años. En esta oportunidad cabe subrayar que esos diferenciales continúan por debajo de 2%, mientras que la encuesta de inflación a dos años (*forward*) que se realiza a las mesas de dinero los ubica en 2.3%, esto es, 40 puntos base menos que el mes pasado y la encuesta de expectativas del Banco Central de Chile dos años los sitúa en 2,8%. Se podría argumentar, por lo tanto, que la reducción de la tasa de interés anterior fue insuficiente para reorientar las expectativas hacia el centro del rango meta. Como se ha comentado en otras oportunidades, debido a que la inflación actual depende en parte de la inflación futura esperada, expectativas excesivamente bajas perpetúan la inflación en niveles indeseablemente bajos. Con todo, es importante considerar que, dado el alcance de las novedades y la persistencia del proceso inflacionario en Chile (y de la propia comunicación del Banco Central de Chile), es de esperar que las proyecciones de inflación del sector privado se reduzcan. En este sentido, solo una caída de las expectativas de mediano plazo podría evidenciar el riesgo de una pérdida de ancla, conclusión que se podría obtener de los diferenciales de tasas de interés de largo plazo, aunque claramente no de la encuesta del Banco. En el caso de la encuesta a las mesas de dinero, la conclusión es menos evidente.
9. Además de estos argumentos, cabe mencionar que la trayectoria que han seguido los precios también han puesto de manifiesto que los costos de una inflación especialmente reducida pueden ser muy altos. Por ejemplo, las rigideces nominales del mercado laboral son aparentemente mayores cuando deberían caer los salarios, con lo que una inflación excesivamente baja puede tener consecuencias proporcionalmente más indeseadas que una desviación más acotada desde la meta. Se podría justificar un recorte de la tasa de interés para reducir la posibilidad de que estas desviaciones se prolonguen. Sin embargo, en el escenario central, con credibilidad, esta situación tiene una probabilidad menor.
10. Ahora bien, una reducción de la tasa también conlleva riesgos o costos que es necesario ponderar. Primero, no se puede descartar que el crecimiento tome un dinamismo mayor que el considerado en el escenario base, con renovadas presiones inflacionarias hacia fines del horizonte de proyección o aun más adelante. Un ejemplo de esto lo constituiría un escenario con características de burbuja, en que el gasto se acelerara en parte alimentado por la apreciación cambiaria y la propia rebaja de tasas. Segundo, el escenario central supone que si bien no se materializan caídas de salarios nominales, los salarios son lo suficientemente flexibles como para acomodar la menor inflación. Si ello no sucediera, la inflación efectiva sería mayor. Tercero, es posible que las medidas de inflación esperada, que se derivan casi exclusivamente de operadores del mercado financiero ("Wall Street"), no reflejen apropiadamente las expectativas de los agentes formadores de precios ("Main Street"). A este respecto, cabe mencionar que la encuesta de expectativas IPEC señala que el porcentaje de personas que piensan que los precios aumentarán "mucho" en los próximos doce meses se ubicó en diciembre en niveles mínimos. En todo caso, la relevancia de estos riesgos debe evaluarse considerando que existe espacio para que la inflación aumente sin poner en peligro una desviación sustantiva por encima de 3%. Quizás el mayor riesgo sea la necesidad de implementar una reversión de política más pronunciada.



11. Una forma de enfrentar estos riesgos es mantener la tasa de interés para esperar que se acumule más información. Ello es especialmente valioso para evaluar el comportamiento de los salarios y del gasto agregado, así como la trayectoria que sigan el tipo de cambio y las expectativas de inflación.
12. Además de hacer frente a los riesgos mencionados, la opción de *mantener* la tasa puede justificarse considerando que las novedades que se enfrentan son nuevamente *shocks* de costos que en un plazo no excesivamente largo, y con credibilidad plena, no deberían modificar la tendencia inflacionaria. Ello en la medida que por sus eventuales consecuencias contractivas no terminen ampliando las holguras de capacidad, cuestión que puede descartarse, dada la fortaleza que ha tomado el escenario global. Como se ha comentado en otras oportunidades, este argumento descansa en la credibilidad del compromiso del Banco Central de Chile con la meta de inflación de 3%.
13. Por otra parte, el principal riesgo que se enfrenta de mantener la tasa de interés es prolongar un escenario de inflación excesivamente reducida, que retroalimente esta dinámica por la propia dinámica de la inflación y por eventuales dudas respecto del compromiso del Banco Central con el objetivo de 3%.
14. De decidirse un recorte de tasas, existen argumentos tanto para uno de 25 puntos base como uno de 50 puntos base. Por un lado, en términos de su efecto sobre la inflación, un recorte de 50 puntos base, permite acercar más la inflación promedio en el escenario base al objetivo de 3%. 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. Por otro, 50 puntos base podría ser una rebaja excesiva si se evalúa la inflación a fines del horizonte de proyección como el elemento central.
15. Desde un punto de vista más táctico, 50 puntos base podría evaluarse como un movimiento algo excesivo considerando la nueva información acumulada desde la reunión anterior en comparación con la acumulación de novedades que se analizó en la reunión pasada —que sin duda fue mayor— y que dio lugar a una rebaja de 50 puntos base. A este respecto, un movimiento de 50 puntos base puede tener el riesgo de ser entendida como una reacción del Banco Central de Chile ante el nivel que ha alcanzado el tipo de cambio, más que a su impacto sobre la trayectoria de inflación, algo que no está dentro del marco de política. Como siempre, un movimiento de 25 puntos base podría generar discusión sobre un posible nuevo recorte de tasas. Ello, sin embargo, es más probable cuando no se han cambiado tasas durante algún tiempo, y, en principio, tampoco debería considerarse como un gran problema (de hecho, es una situación habitual en economías que siguen metas de inflación). Por último, si el objetivo principal de la rebaja de tasas es asentar la meta de inflación en 3%, una reducción acotada sería suficiente.
16. Finalmente, cabe mencionar que un recorte de 75 puntos base parece ser excesivo considerando, por un lado, las expectativas que existen para esta reunión (la encuesta revela mayoritariamente la opción de mantener la tasa en 2,75%, con una minoría de 33% de las respuestas apuntando a una reducción de 50 puntos base o de 25 puntos base) y, por otro, el desvío respecto de 3% que muestran las proyecciones de inflación a fines del horizonte de proyección.

El Presidente ofrece la palabra para discutir las opciones.

El Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel, señala que entre la reunión de política monetaria de diciembre y la de ahora se han observado novedades y perturbaciones no anticipadas en variables claves: 1) inflación menor a la proyectada; 2) apreciación cambiaria bilateral significativa del peso (un tercio por depreciación del dólar, dos tercios por la depreciación real multilateral, desde fines de 2002); y 3) reducción significativa de las proyecciones de mercado de la inflación a corto y mediano plazo en Chile.



En el sentido contrario, hay dos novedades de índole y magnitud bastante menor: 1) corrección positiva de proyecciones de crecimiento mundial, y 2) aumentos significativos en los valores spot y proyecciones de los principales commodities (cobre y petróleo). Ello ha llevado a una reducción en las proyecciones de inflación interna, a 1,9% y a 2,8% para el IPC diciembre a diciembre año 2004 y año 2005, respectivamente, y a un aumento en las proyecciones de crecimiento.

Respecto de las proyecciones de inflación de la División Estudios, cabe destacar que: a) son condicionales a una tasa de política monetaria constante lo que, en el margen, lleva a proyecciones algo mayores respecto de las proyecciones de inflación que daría un modelo alternativo basado en una regla de Taylor con gradual aumento de las tasas de política monetaria futuras hacia la tasa neutral; b) son coincidentes con las del mercado, y c) son muy superiores a las de las mesas de dinero y los diferenciales de tasas nominales y reales. Sin embargo, considerando el comportamiento errático de estas últimas, y la falta de comprensión de su comportamiento empírico, propone descontarlas significativamente en la recomendación de política.

La existencia de esta brecha negativa entre inflación proyectada e inflación meta, que se suma a la brecha negativa del producto, justifica una reducción de la tasa de política monetaria. ¿En qué magnitud? En ausencia de costos significativos en seguir una política activista, se sugiere ajustar la tasa de política monetaria todo lo que sea necesario para llevar la inflación proyectada -alguna combinación de los IPC total y subyacente, a 12 y a 24 meses plazo, a fin de año y promedio- cerca del rango meta, con consideración debida de los riesgos asociados a esta decisión. El valor punto que lleva más cerca de este objetivo sería una reducción de 50 puntos base, considerando las elasticidades que todos conocen.

¿Cuáles son los riesgos? Básicamente dos: 1) una recuperación más intensa que la proyectada. Este riesgo está acotado debido a que no se está en un punto de inflexión cíclica y que el crecimiento mundial y las demás variables que se proyectan -incluida una gran recuperación de la inversión en maquinaria y equipo durante 2004- están basadas en un escenario moderadamente optimista de vigoroso crecimiento. En otras palabras, el riesgo que se crezca más que un 5,3% aproximadamente en 2004 y un 6,5% aproximadamente en 2005 -después de una eventual reducción de la tasa de política monetaria ahora- lo estima bajo. 2) Fuertes presiones deflacionarias adicionales por menores márgenes, apreciación bilateral del peso adicional y/o caídas fuertes en los precios del petróleo y derivados. Probablemente este riesgo esté equilibrado con el de signo contrario.

Más interesante cree que son las siguientes consideraciones estratégicas: 1) La interpretación del mercado que se reduce la tasa de política monetaria como política proxy de intervención cambiaria. Este riesgo existe, pero aquí la tarea del Banco es corregir esta interpretación que estima erradísima. Para efectos de la política monetaria, el tipo de cambio importa por sus consecuencias para la inflación y el producto presentes y futuros. No se hace política monetaria para mantener una competitividad artificialmente elevada de los transables, perjudicando a los no transables. 2) La reducción de la tasa de política monetaria sorprenderá al mercado, con lo cual el impacto sobre las tasas de corto y mediano plazo serán mayores y, por tanto, el efecto de la reducción será más intenso que en otras ocasiones. Por lo tanto, se requiere una menor reducción de la tasa de política monetaria. 3) De reducirse la tasa de política monetaria y de observarse en el futuro el escenario central de proyecciones, deberá corregirse en forma más rápida y aún más intensa la actual posición expansivísima de la política monetaria en Chile. Sin shocks futuros, y de alcanzarse una inflación en torno a 3% hacia fines de diciembre de 2005, y con una brecha de producto en torno a -1%, en esa misma fecha, se podría anticipar una tasa de política monetaria cercana a la neutral, vale decir un 3% por inflación más la tasa real neutral en torno a 4%, lo que daría un 7% aproximado para la tasa de política monetaria nominal. 4) En circunstancias de algunos cuestionamientos a la meta de inflación, una forma de reforzarla -entre otros- es seguir una política más activista para el logro de dicha meta. Eso nos colocaría finalmente en el campo de la inmensa mayoría de la experiencia mundial de 150 observaciones año/país de bancos centrales con meta de inflación, que no reaccionan cuando no se alcanza la meta.

Considerando los argumentos anteriores, sugiere el señor Schmidt-Hebbel reducir la tasa de política monetaria en 50 puntos base.



El Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera, señala que a partir del diagnóstico que se ha presentado en esta reunión el cambio que se observa en el escenario internacional respecto de septiembre ha sido muy significativo. Todas las variables internacionales que inciden en las condiciones para el crecimiento de la economía chilena se han movido favorablemente. Pese a lo anterior, la revisión de las expectativas de crecimiento para la economía chilena ha sido relativamente modesta pero aún así, con las proyecciones que se han presentado en el Informe, estamos esperando que el crecimiento del producto se ubique en torno a 5%. Es probable que el crecimiento de la economía hacia fines de año se ubique en torno a 6%, y que la demanda puede estar creciendo del 8%-8,5%. En resumen, la aceleración prevista para el crecimiento económico será importante.

Asimismo, no se puede descartar que el ritmo de crecimiento pueda ser incluso más rápido, considerando otras variables financieras como los aumentos en la relación precio-utilidad, los anuncios de colocaciones de capital en la bolsa, fusiones y adquisiciones en el sector de comercio, etc. Estos factores apuntan a que la expansión del producto puede ser más significativa.

En segundo lugar, las proyecciones revisadas en esta reunión indican que a mediados del próximo año, comenzaría un ciclo de corrección de tasas en Estados Unidos.

Cree que en la coyuntura actual, la política monetaria debe decidir entre enfrentar dos tipos de riesgos. El primero es el riesgo de que el crecimiento económico sea moderado, la inflación se mantenga baja y por debajo de la meta, que las expectativas de inflación disminuyan y eso perpetúe un escenario de inflación baja con pérdida de credibilidad de la meta del Banco Central. En este escenario, reducir la tasa es apropiado para dar una señal clara. Sin embargo, la probabilidad de esta situación es una materia opinable, pero cree que el riesgo de pérdida de credibilidad es bajo. Estima que las encuestas de expectativas de los analistas están muy influenciadas por los comportamientos recientes de la inflación, que son transitorios, y, por otra parte, que es difícil prever una situación deflacionaria que se perpetúe cuando la economía y la demanda estarán en curso de aceleración durante el 2004 y 2005. Finalmente, estima que no existe mayor peligro de que los agentes estimen una posible reducción de la meta, considerando que existe consenso entre todas las autoridades relevantes en cuanto a no hacerlo. Las opiniones que se han escuchado sobre esta materia no tendrán un efecto importante sobre las expectativas inflacionarias.

El segundo tipo de riesgo, se refiere a que si la economía empieza a acelerarse más rápido de lo que se espera y las tasas en el exterior comienzan a subir, será necesario corregir más rápidamente el actual sesgo expansivo de la política monetaria en Chile y esto se exacerba mientras menores sean las tasas de interés. En este escenario, una reversión rápida de las tasas de interés tendrá efectos financieros importantes, incluyendo la corrección de los precios de ciertos activos financieros y del tipo de cambio. Entre las consecuencias previsibles, un aumento más rápido de las tasas de interés de largo plazo y una apreciación más violenta del peso. Este tipo de movimientos no son deseables, pero además se crea el peligro de que, en esas circunstancias, la corrección de la política monetaria pueda demorarse más de lo necesario por la preocupación de no generar un cambio brusco de expectativas y/o precios financieros y en particular, no gatillar una apreciación violenta del tipo de cambio. En estas circunstancias, no estima conveniente realizar un movimiento adicional a la baja de las tasas de interés, pues mientras más bajen las tasas de interés hoy, más tendrán que subir después y más significativo será el impacto de su corrección posterior sobre el tipo de cambio y otros activos.

Sobre la base de los argumentos citados, su opción personal es de mantener la tasa de interés en los niveles actuales.

El Gerente General, don Camilo Carrasco, señala que, básicamente, piensa igual que en la reunión de política monetaria del mes pasado, en el sentido de que el Banco Central tiene espacio para continuar bajando la tasa sin correr ningún riesgo relevante en cuanto al cumplimiento de su objetivo fundamental que es la estabilidad de precios. Cree que en la actualidad el Banco tiene tal grado de credibilidad, en el sentido de que hoy no va a



permitir que la inflación supere el 3%, que perfectamente puede darse el lujo de mantener por algún tiempo, sin riesgo alguno, políticas que sean aún más expansivas que las que, en principio, recomendarían los modelos de comportamiento con los parámetros históricos. Y en ese contexto, le preocupa más que el Banco pueda aparecer como inactivo frente a una situación que puede ser bastante difícil, especialmente durante el primer semestre de este año. Lo que se ha dicho acá es que se prevé un primer semestre en que habrá IPC negativos o por debajo del piso del rango meta; a eso se va a sumar que el proceso de reactivación que sin duda se puede prever que viene, pero sin embargo sus efectos no van a ser perceptibles completamente en la gran mayoría de la población, y además con algunos problemas de tipo cambiario, en ese escenario cree que los próximos meses van a ser difíciles y va a haber muchas presiones sobre el Banco Central y en ese sentido, piensa que lo más saludable es que el Banco se muestre más bien proactivo en la medida, obviamente, que no ponga en riesgo su meta inflacionaria y para eso utilice el instrumento natural que tiene que es la tasa de instancia. ¿Conviene, pregunta, que la baja sea de 25 ó 50 puntos base? Cree que no hay un caso muy fuerte para decidirse por una u otra alternativa, sin embargo, privilegiaría los 25 puntos base porque piensa que ello deja más espacio para actuar una o dos veces más durante el primer semestre, en caso que sea necesario, si las noticias del IPC son demasiado malas. Si se recorta mucho la tasa de instancia en esta oportunidad, dado el muy bajo nivel en que ya está, el Banco podría verse obligado a permanecer inactivo por cuatro o cinco meses, justamente en el período que se prevé más difícil. Por eso, le parece que es estratégicamente mejor, en esta coyuntura específica, precaver la posibilidad de uno o dos recortes adicionales, y no hacer uno más grande en esta oportunidad.

El Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic, señala que le da particular importancia a lo que se ha estado observando respecto a las expectativas de inflación. En particular, debe observarse que las proyecciones que se han presentado se han derivado, en principio, bajo el supuesto que existe credibilidad. Pero cuando existen expectativas, al menos de los mercados financieros de más mediano plazo, de inflación significativamente por debajo de la meta del Banco Central, y no obstante todos los *caveats* que puedan hacerse respecto a la utilidad de esos indicadores, se trata de un escenario que debe observarse con cuidado. En efecto, expectativas de inflación bajas tienden a dificultar y hacer más lento el proceso de ajuste a la meta de inflación, más allá de lo que ya está en las proyecciones presentadas por la División Estudios, con todos los otros costos y consecuencias asociadas.

Desde ese punto de vista, cree el señor Jadresic que hay una buena razón para actuar en este momento y hacer una rebaja de tasas. Respecto al monto, piensa que hay que tener presente que, por otro lado y desde el punto de vista del escenario externo, efectivamente ha habido un afianzamiento de las perspectivas y una mejora de ese escenario. Este efectivamente genera el riesgo en el sentido contrario destacado por algunos, de un crecimiento y un cierre de brechas en Chile bastante más rápido al que se ha presentado en estas proyecciones.

Piensa que es un riesgo que hay que tener presente y que desde el punto de vista de esas dos consideraciones más básicas, le parece que una reducción de tasa de 25 puntos base sería apropiada en esta ocasión, no obstante que para adelante va a haber que estar mirando con mucha atención una serie de indicadores y proceder en forma muy flexible en cuanto al manejo de la tasa, en cualquier dirección. Hay dos indicadores cuya evolución le parece particularmente relevante de observar. En primer lugar, se debe estar atentos a qué va a pasar con los salarios. Las cifras que hay hasta el momento sobre la inflación esperada provienen, como se ha dicho, básicamente de los mercados financieros. Lo que más debe importar desde el punto de vista de su impacto sobre la inflación, sin embargo, tiene que ver más bien con las decisiones de precios, particularmente los salarios. En segundo lugar, es central monitorear qué ocurre por el lado del crecimiento y si efectivamente el mejor escenario internacional lleva a un crecimiento más rápido de lo que se está proyectando.

El señor Ministro de Hacienda cree que la opción más importante la insinuó el Gerente General y tiene que ver con la estrategia de política. Abordando esa estrategia de política, sobre la táctica de si se baja 25 ó 50 se referirá posteriormente.



Señala que esta reunión no se da en abstracto sino que es una más de las que se han hecho por cuatro años y, en tal sentido, estima que es importante hacer una pequeña reflexión sobre lo que se ha hecho durante estos cuatro años para dar una guía respecto a lo que se debe decidir ahora.

Recuerda que a partir del año 2000 y particularmente en el último trimestre en el que estuvo pendiente la burbuja de Wall Street, la economía chilena ha venido transitando por un crecimiento efectivo sistemáticamente por debajo del producto potencial, o sea, a partir del cuarto trimestre del año 2000, la diferencia entre producto potencial y producto efectivo sólo se ha ampliado. Desde un punto de vista estructural, la variable que determina en el plazo más largo la inflación es sin duda alguna la brecha entre producto potencial y efectivo; y, no obstante que la brecha indicaba crecientes presiones hacia abajo en la inflación, y que esto ha sido monotónico hasta incluso el cuarto trimestre de 2003, el Banco no ha tomado la estrategia de salir activamente a tratar de hacer converger el producto efectivo con el potencial, sino en lo que el manejo de la inflación le ha permitido. Durante todo este tiempo lo que se ha estado considerando es que simultáneamente a esta presión de núcleo deflacionario de una brecha positiva en ampliación había efectos, los así llamados por una vez, por el lado del petróleo y por el lado de la depreciación del peso, que no obstante ser por una vez, en la medida que ofrecían persistencia deparaban el riesgo de desanclar por arriba las expectativas inflacionarias. Sistemáticamente, por tanto, no obstante que el elemento nuclear estaba generando más presiones deflacionarias, la fuerza de factores coyunturales más que compensaba este elemento deflacionario y amenazaba con desanclar las expectativas por arriba, y se ha tenido una resistencia estoica a ser más proactivos por el lado de la brecha para no desanclar las expectativas.

Manifiesta que nunca ha escuchado en este Consejo decir "bueno, pero los factores del petróleo o dólar pueden ser por una vez y en definitiva, si la brecha es positiva, esto va a volver a la baja", sino que se ha estado todo el tiempo, pagando incluso los costos "políticos" de un alto desempleo, preocupados de no desanclar las expectativas, porque se entiende que así se conduce la política macroeconómica. Hoy día esta situación es exactamente la contraria o potencialmente peor que la contraria, por cuanto se cuenta con una brecha positiva y se cuenta con la reversión previsible y ya materializada en gran parte del tema del tipo de cambio y del precio del petróleo y, por tanto, lo que está ocurriendo finalmente es que está quedando al desnudo la real fuerza inflacionaria de la economía cuando los elementos de persistencia de los shocks pasados se comienzan a deshacer. Claro, hacia futuro lo que se prevé es que dada la instancia monetaria actual la brecha va a comenzar a cerrarse con una proyección de incremento del producto de 5% y de 6%. Si se estuviera pensando que la brecha se va a mantener constante, no habría más que rendirse a la evidencia de que habría, tal como la situación contraria, una tendencia hacia abajo de la inflación, constante por el lado de la brecha y hacia abajo por la persistencia de la reversión de los costos. La pregunta entonces es ¿creemos que tenemos una dinámica suficientemente rápida de cierre de brecha tal que va más que a compensar la persistencia de los elementos de costo que se devolvieron? Para él, como lo dicen las proyecciones por lo menos a corto plazo, la respuesta es que no, es que es sólo una conjetura. Se supone que va a crecer la tasa de inversión, no se sabe lo que va a ocurrir con la PTF, pero bien podría ser que el producto potencial también se acelerara. Por tanto, existe la intuición de que la brecha se va a ir cerrando, pero no de manera precipitada, de manera moderada en el tiempo, y por consiguiente, cree que al sopesar un cierre moderado de la brecha en el tiempo con la persistencia de los elementos deflacionarios que han habido y que pueden continuar conforme la trayectoria del precio del petróleo que aquí se plantea y porque es perfectamente previsible que el dólar continúe hacia abajo por un tiempo todavía, cree que primará el segundo efecto. Por tanto, consistente con la inversión que se hizo de no desanclar las expectativas cuando se estuvo en el otro lado, y con la resistencia estoica que se hizo a la sazón, también se debe evitar que las expectativas de inflación se desanclen hacia abajo. Y en esto una calificación, no sólo hay que escuchar la opinión de los analistas que salen en El Mercurio y en La Tercera, sino que también los parlamentarios y un conjunto de personas que son menos citados por estas dos cadenas, pero que constantemente están señalando que la política macroeconómica ha sido lenta y rezagada en términos de poder reactivar la economía. Y eso está en las leyes y en la presión por mayor gasto fiscal.



Finaliza diciendo que le parece que, en función de estos elementos de deflación que están por el lado de la reversión de costo y que pueden persistir en el tiempo, del cierre moderado de la brecha que aparece al frente, lo que corresponde es una política proactiva del Banco para que esta brecha se cierre más rápido a objeto de que las expectativas de inflación no se desanclen hacia abajo. Ahora, en términos de la práctica qué significa política proactiva, señala que él puede vivir perfectamente con lo que dice el Gerente General con bajar ahora 25 y estar abierto a seguir con 25 y 25 si los elementos de persistencia continúan allí. Tiene sí un temor. Cree que por la historia inflacionaria le es difícil al mercado entender por qué en una economía que se va reactivando, el Banco va bajando la tasa. Ciertamente, dice, que cuando se baja 25 lo que todo el mundo entiende después de haber bajado varias veces 50 es que está llegando más o menos al final y por tanto, si se equivocó y la persistencia hacia abajo era mayor, va a tener que bajar varias veces 25, enfrentando en un momento en que se acercan elecciones cada vez más esta coyuntura difícil. Por lo anterior, desde el punto de vista de la táctica, aunque dice puede vivir con cualquiera, esta posición proactiva la tendería a preferir con un movimiento algo más osado actualmente y quedar a la espera de lo que depare el futuro.

El Vicepresidente señor De Gregorio manifiesta que en la reunión pasada se decidió bajar la tasa de política monetaria debido a noticias de una menor inflación esperada en todo el horizonte de política. En esta proyección ya se había incorporado inflaciones negativas el año 2004 y por ello se insistió que era importante señalar que la reducción de la tasa de política monetaria no era debido a un dato puntual de baja inflación, sino a perspectivas de inflaciones anuales bajas, e incluso negativas a principios de 2004 y desviaciones respecto de la meta. Es por ello que no se justificaría seguir bajando la tasa de política monetaria, a menos que la baja del mes pasado haya sido insuficiente si efectivamente se registraran niveles de inflación y proyecciones que estuvieran dentro de los rangos del mes pasado. Sin embargo, este mes, a raíz del trabajo realizado para el Informe de Política Monetaria y por sobre todo debido a la reciente apreciación del peso, unos 30 pesos menos que el nivel usado en la reunión de política monetaria anterior, las perspectivas inflacionarias se han reducido aún más. Esto lo han confirmado las expectativas privadas tanto de la encuesta como de los mercados financieros. En este escenario, y basado en el esquema de metas de inflación que necesita, en particular en esta coyuntura, que su credibilidad sea reforzada, se justifica una reducción de la tasa de política monetaria.

La única razón que podría justificar mantener cautela es que la actividad sea más fuerte de lo que se está esperando y es algo de lo que se ha escuchado aquí. Sin embargo, eso no se observa en las proyecciones. Es probable más crecimiento, pero no se puede tomar la decisión sobre la base de desviaciones potenciales del escenario central, por muy deseables que ellas sean. Más aún, un mayor crecimiento se podría dar perfectamente en un escenario de mayor debilidad internacional del dólar y menor precio del petróleo, factores que no necesariamente conllevan una aceleración de la inflación.

Ahora bien, valdría la pena discutir la magnitud de la rebaja de tasa. Tal vez un argumento válido para bajar sólo 25 puntos base es que el mercado no lo espera y, por lo tanto, hay que reducir la magnitud de la sorpresa. Sin embargo, daría una señal de que es muy probable que sea la última baja, algo deseable pero imprudente de asegurar, y daría la impresión que simplemente se está completando la rebaja anterior. No indicaría la significativa desviación de la inflación del centro del rango meta y no sería improbable quedar en deuda con la rebaja en el futuro. Es cierto que los cambios del último mes no son de la magnitud observada en el mes pasado, pero en cierta medida, en su opinión, el mes pasado también se podría haber actuado con mayor agresividad en materia de reducción de tasa y eso fue lo que señaló en dicha oportunidad. En todo caso, este argumento serviría para justificar por qué no ir más allá de lo hecho el mes pasado, o sea, serviría para descartar 75 puntos base, pero no 50 puntos base. A fines del horizonte la inflación esperada estaría al menos 20 puntos base por debajo del centro del rango meta, y durante todo el horizonte la desviación sería aún mayor. Un argumento basado en el mayor activismo necesario a niveles de inflación y tasas de interés bajas y en especial con riesgo sobre la credibilidad de la meta, sugerirían una reducción de 50 puntos base.



Comparte los argumentos estratégicos del Gerente General en términos de mantener cierto grado de activismo, por lo tanto, rebajar 25 puntos base bajo el supuesto que se podría seguir un par de veces más bajando 25 puntos base. El problema de esta sugerencia es que requiere un compromiso sobre el curso futuro de la tasa de política monetaria que no es posible hacer. Cree que una rebaja de 25 puntos base en dos o tres reuniones da también una rara señal respecto al esquema de política, ya que probablemente las noticias en materia de inflación serán menores y como se acaba de señalar, habrán noticias de mayor nivel de actividad.

Por todo lo anterior, cree que hoy día se justificaría una rebaja de 50 puntos base.

El Consejero señor Marfán se refiere a la propuesta de evaluar las opciones de mantener la tasa de política monetaria o reducirla en 25 ó 50 puntos base. Señala que los argumentos que respaldan cada una de estas opciones tienen que ver, principalmente, con escenarios de expectativas y credibilidad difíciles de modelar. Con todo, dice, en la nota que se distribuyó no se postula una opción favorita, es decir, no hay un escenario de expectativas o de credibilidad más probable dentro de los tres evaluados. En ausencia de un escenario más probable, corresponde evaluar el costo de equivocarse, es decir, qué es lo que pasa si se toma una decisión y lo que ocurre es que el escenario que ocurrió era el otro. La opción de menor costo de equivocarse es la de reducir la tasa de política monetaria en 50 puntos base. En efecto, el costo de equivocarse en este caso sería que el gasto interno y la actividad se aceleraran más que lo previsto y que hubiera que revertir la dirección del impulso monetario en un plazo breve. Con una probabilidad menor, también podría darse un escenario en que se adelante un aumento de las tasas en Estados Unidos, revirtiendo en parte la depreciación internacional del dólar observada recientemente. En cualquiera de estos dos eventos el Banco Central tiene capacidad de respuesta para contrarrestar estos efectos. La opción de mantener la tasa de política monetaria no se justificaría de acuerdo al razonamiento anterior, ya que de equivocarse, es decir que se mantiene y lo correcto hubiera sido rebajar, se acentuarían innecesariamente algunos de los costos del escenario de baja inflación, esto es, aumento del salario real debido a las nuevas cláusulas de reajustabilidad con inflación negativa, pérdida de credibilidad de la meta de inflación, desalineamiento de la política fiscal, postergación del cierre de la brecha del producto.

La opción de reducir la tasa en 25 puntos base es compatible con un escenario intermedio, desde esa perspectiva se corre el riesgo de equivocarse por exceso o por defecto. El costo en uno y otro caso, sin embargo, no es simétrico. El costo de quedarse corto en la reducción de la tasa es mayor que el costo de una sobre reacción del Banco Central, por las razones señaladas en los dos puntos anteriores. En consecuencia, en esta oportunidad se justifica una reducción de 50 puntos base en la tasa. En ese evento, la redacción del comunicado debe ser particularmente clara en que la medida constituye una reafirmación de que el Consejo no pretende alejarse del rango de inflación de 2 a 4% centrado en 3% anual, y que de sobrepasarse en el futuro actuará con la misma fuerza y decisión para mantener la inflación dentro del rango meta.

El Consejero señor Desormeaux señala que la meta del Banco Central es conocida, es un 3%, y existe abundante evidencia que se ha presentado aquí que la inflación no está convergiendo a esa meta y que el promedio, incluso el año 2005, está por debajo de éste, y preocupa especialmente el desanclaje de expectativas que al menos algunos indicadores tienden a sugerir. Por esto se está considerando hoy día la posibilidad de una rebaja de tasa. Los riesgos de una rebaja de tasa los ha hecho ver especialmente con mucha claridad Luis Oscar Herrera. Si la economía tiene un dinamismo superior al que se ha proyectado, habrá que sobre-reaccionar en el futuro, y eso va a tener una serie de consecuencias, una de las cuales, que puede ser bastante incómoda para el Banco Central, va a ser sobre el tipo de cambio y ciertamente ello le hace mucho peso y lo toma en cuenta. Pero hay otro riesgo en el no actuar que tiene que ver con el desarrollo de las expectativas de inflación. Algo que de alguna manera ha estado presente recientemente en la discusión internacional y es que las expectativas tengan un comportamiento muy adaptativo, o lo que se ha llamado "adaptive learning", en otras palabras, inflaciones bajas se traducen en expectativas de inflaciones bajas y a su vez retroalimentan la inflación. Si se espera a tener mayor información, si se deja que la inflación y la apreciación cambiaria tenga efectos sobre el nivel



de precios y la inflación, esto en la práctica se puede traducir en expectativas de inflación más bajas y desde ese punto de vista esperar tiene un costo que puede ser no menor. Eso es lo que le lleva a cambiar su posición respecto de la que tuvo un mes atrás en el sentido de que consideraba preferible, en principio, mantener inalterada la tasa en espera de más información.

Respecto de cuánto bajar la tasa hoy día, la verdad es que si se le da más peso al argumento de que hay un riesgo importante de aceleración de la economía, indudablemente que la opción más conservadora aparece como la más prudente.

Si se cree, por el contrario, que esta retroalimentación desde inflaciones a expectativas, y desde expectativas a inflaciones aún más bajas es más importante, y se estima que la dosis adecuada es 50 puntos base, parece mejor actuar cuanto antes. La verdad, dice, es que éste es un tema bastante difícil de dilucidar y, en principio, es partidario de una baja de 25 puntos base, pero está dispuesto a sumarse a un consenso, si éste se produce, en torno a los 50 puntos base.

La Consejera señora Ovalle señala que las novedades respecto a la última reunión de política monetaria, se han centrado en una apreciación del peso y un precio internacional del cobre mayores a lo estimado y en una inflación mensual, en diciembre, más baja de lo anticipado. También, las perspectivas de crecimiento de la economía mundial y las perspectivas de los agentes sobre nuestra economía han mejorado, lo que implica que puede haber un cierre de holguras de capacidad algo más rápido que lo esperado. No obstante, el Imacec proyectado para fines de 2003 y los primeros meses de 2004 no muestra un crecimiento muy significativo.

A pesar de la baja de la tasa de política monetaria en diciembre, las proyecciones de la División Estudios muestran que, con una gran probabilidad durante el año 2004 y 2005, la inflación se mantendrá bajo el 3%, lo cual deja espacio para realizar un nuevo recorte sin riesgos inflacionarios. De este modo, los argumentos manifestados en la reunión anterior, que llevaron a modificar la tasa de política monetaria, siguen vigentes en esta oportunidad. Cree que es importante el argumento de simetría respecto a las decisiones, de manera que sea válido y consecuente con el esquema de política, lo que agrega credibilidad al actuar del Banco Central para mantener y reafirmar su meta.

Por el lado de las expectativas, si bien el mercado no espera un nuevo recorte en lo inmediato, lo que se constata en la encuesta de expectativas ya que sólo un 33% de la muestra apunta a una reducción en esta oportunidad, sí se espera un movimiento a la baja dentro del primer trimestre de este año. Asimismo, es importante considerar que los costos de una inflación reducida también afectan al mercado laboral, ya que las consecuencias indeseadas de las rigideces nominales se acentúan cuando nos desviamos de la meta.

Dentro de los costos o riesgos mencionados por la División Estudios para la opción de una reducción de la tasa, cree que aún en un escenario de fuerte aceleración del gasto debido a la apreciación del tipo de cambio y al bajo nivel de tasas de la economía, hay capacidad para cambiar la orientación de la política monetaria en el momento y magnitud requerida por la holgura existente. Además, cree que el riesgo de tener que revertir la tasa de política monetaria en una magnitud más pronunciada, es menor al riesgo de que producto de una inflación excesivamente reducida durante un período prolongado, las expectativas de los agentes puedan retroalimentarse con este comportamiento, afectando la credibilidad en la meta y eventualmente extendiendo esta situación más allá de lo conveniente. Es importante reiterar que la tasa de política monetaria es un instrumento y por ello puede ser utilizado en uno u otro sentido de acuerdo al objetivo del Consejo y de allí la importancia de la simetría en su uso.

En suma, cree que en la actual coyuntura con una inflación inferior al rango meta por prácticamente todo el horizonte de proyección, y con un balance de riesgos sesgado a la baja para la inflación y al alza para el crecimiento, existe espacio suficiente para bajar la tasa y de esta manera reafirmar la credibilidad en la meta del Banco Central. Una rebaja ahora, se justifica, ya que, se debe minimizar el riesgo de permanecer por mucho tiempo en el piso del rango con los posibles costos que ello implica. Además, no resta capacidad de utilizar nuestro instrumento en la dirección contraria si la situación cambia. Cree que con los antecedentes



disponibles, una nueva baja de la tasa es la alternativa más apropiada y se inclina por una disminución de la tasa en 50 puntos base.

El Presidente señor Corbo agradece al staff por el análisis que han hecho y también por la discusión que se ha sostenido. Cree que es muy útil que todos participen y que den sus puntos de vista y el Consejo tiene que tomar la mejor decisión posible, así que les solicita que no se sientan nunca inhibidos, que todos tienen que opinar y cada uno dé su opinión en lo que crea.

Señala el señor Corbo que las proyecciones que ha presentado la División Estudios indican que debido a nuevos shocks favorables de baja de costos, la apreciación del peso y creciente competencia entre cadenas comerciales, especialmente alimentado también por la inercia inflacionaria y los ajustes en expectativas que ya se ha estado viendo y que muchos de ellos deben estar por venir, la proyección efectuada por el staff para los ocho trimestres no solo es baja, sino que es inferior al objetivo que es una inflación centrada en torno al 3% y lo importante es reafirmar la meta -lo que se hizo en el comunicado anterior que también ha resaltado el Consejero Marfán en su intervención-. Esto, a pesar de la baja de medio punto de la tasa de política monetaria que se introdujo en la reunión de diciembre, y de una recuperación económica que continúa tomando fuerza y que va a llevar a una reducción mayor que lo anteriormente estimado con una probabilidad más alta que antes en las brechas de capacidad.

Las proyecciones muestran también inflaciones en doce meses cero o negativas en cuatro de los primeros seis meses de este año, y subyacentes bajo el 1% también en cuatro de los primeros seis meses. Con esta realidad se corre el riesgo que debido a un aprendizaje adaptativo las expectativas de inflación se puedan estacionar bastante por debajo de nuestra meta, contribuyendo a expandir en el tiempo un periodo con inflación muy por debajo del 3%. De hecho, la evidencia reciente muestra que la baja abrupta inesperada que ha tenido la inflación, fue mucho más abrupta para las correcciones que han tenido los analistas privados. De hecho la evidencia reciente muestra que la baja abrupta e inesperada que ha tenido la inflación en los últimos meses ha llevado a una fuerte corrección a la baja en las expectativas. Esto último se observa tanto en la encuesta mensual de expectativas económicas del Banco Central a analistas, que siempre va detrás, como también las encuestas sobre expectativas de inflación que el Banco Central hace a las mesas de dinero de los bancos. Lo mismo sucede con la compensación por inflación que está implícita en las comparaciones de bonos del Banco Central en pesos y en UF a dos y cinco años de madurez, aunque es sabido que esta última medida puede estar influenciada por la baja liquidez de estos instrumentos, pero la dirección es clara. Por lo anterior, para evitar inflaciones muy alejadas del objetivo por un periodo prolongado de tiempo, y para aumentar la probabilidad que la inflación retorne al centro del rango meta en un horizonte de cuatro a ocho trimestres, su recomendación también es reducir, una vez más, la tasa de interés en 50 puntos base.

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:

57-01-040108 – Tasa de Política Monetaria.

Se acuerda reducir la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base, desde 2,25% a 1,75% 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 2,25% a 1,75% anual.



Las novedades por el lado de los costos y precios muestran que las presiones inflacionarias continúan siendo menores a las esperadas. La inflación en 12 meses se encuentra en torno a 1%, esperándose variaciones anuales negativas en algunos meses del primer semestre de este año. Asimismo, la inflación subyacente IPCX, que excluye algunos bienes cuyos precios son más volátiles, se encuentra en 2% anual y se espera que se ubique bajo 1% en igual período.

Estos reducidos niveles de inflación aumentan el riesgo de que las futuras decisiones de precios se basen en expectativas inflacionarias incoherentes con el objetivo inflacionario del Banco Central, postergando la convergencia de la inflación a 3% en el horizonte habitual de política de 24 meses. En este cuadro, el cambio en la tasa de interés reduce este riesgo.

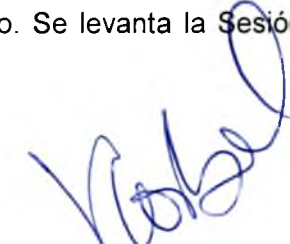
Con relación a la actividad, los antecedentes recientes apuntan a un aumento en las proyecciones de crecimiento para los próximos trimestres. Esto se debe a factores tanto externos como internos. Los términos de intercambio continúan mejorando, en particular el precio del cobre, se ha fortalecido el crecimiento mundial esperado para este año y se mantienen condiciones financieras internacionales positivas. En la economía nacional, las expectativas de los consumidores son más optimistas, en un marco en que continúan aumentando el empleo y el crédito a las personas, a lo que suma la expansividad de la política monetaria.

El Banco Central reafirma su objetivo de alcanzar una inflación centrada en 3%, en el horizonte habitual de política de 24 meses, 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 18,30 horas.



JOSE DE GREGORIO REBECO
Vicepresidente



VITTORIO CORBO LIOI
Presidente



JORGE DESORMEAUX JIMENEZ
Consejero



MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera



MANUEL MARFAN LEWIS
Consejero



NICOLAS EYZAGUIRRE GUZMAN
Ministro de Hacienda



JORGE COURT LARENAS
Ministro de Fe (S)



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION DE POLITICA MONETARIA N° 59
Celebrada el 10 de febrero de 2004

En Santiago de Chile, a 10 de febrero de 2004, siendo las 16,00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Vittorio Corbo Lioi y con la asistencia del Vicepresidente don José De Gregorio Rebeco y de los Consejeros señora María Elena Ovalle Molina, señor Jorge Desormeaux Jiménez y señor Manuel Marfán Lewis.

Asiste el señor Ministro de Hacienda Subrogante, don Mario Marcel Cullell.

Asisten también los señores:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;
Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldívar;
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;
Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera Barriga;
Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic Marinovic;
Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva;
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;
Gerente de Información e Investigación Estadística, don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente de Comunicaciones Institucionales, don Eduardo Arriagada Cardini;
Secretario Ejecutivo Gabinete Presidencia (S), don Enrique Orellana Cifuentes;
Secretario General, don Jorge Court Larenas.

I. Resolución sobre Proyectos de Acta correspondientes a las Sesiones N°s 57 y 58E, celebradas el 8 y 9 de enero de 2004, respectivamente.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo los Proyectos de Acta correspondientes a las Sesiones N°s 57 y 58E, celebradas el 8 y 9 de enero de 2004, respectivamente, cuyas versiones finales se aprueban sin observaciones.

II. Resolución sobre Minuta correspondiente a la Sesión N° 57, celebrada el 8 de enero de 2004.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo la Minuta correspondiente a la Sesión N° 57, celebrada el 8 de enero de 2004, la que se aprueba sin observaciones.

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

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de agosto de 2004, para el jueves 12 de ese mes.

IV. Exposición.

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

SÍNTESIS DEL MES

Respecto del *Informe* de enero, no se han producido sorpresas que en su conjunto motiven un cambio en el escenario de inflación y crecimiento para el mediano plazo. En cierta manera, las novedades han ido en direcciones opuestas. Mientras la inflación efectiva de enero se ubicó algo por debajo de lo esperado y las remuneraciones nominales se desaceleraron, el peso ha perdido valor frente al dólar, el precio del cobre se ha ubicado por sobre lo previsto, y las expectativas de inflación de mediano plazo han seguido una trayectoria al alza, acercándose más al piso del rango meta.

Desde el mes pasado, el crecimiento proyectado para la economía mundial se elevó en una décima, esencialmente por perspectivas de crecimiento de consenso más favorables para Estados Unidos, mientras el precio del cobre ha continuado escalando, superando US\$1,15 en días recientes. El precio del petróleo, en tanto, se mantiene por sobre los niveles esperados hace un tiempo. Estas novedades motivan un cambio en las perspectivas de los precios de *commodities* que implican un incremento de los términos de intercambio cerca de 3 puntos por sobre lo previsto. Estos cambios, sin embargo, tienen un efecto limitado sobre el ingreso privado disponible. Las condiciones financieras externas continúan siendo positivas, a pesar de las implicancias del cambio de énfasis en el comunicado de la Reserva Federal, la mayor volatilidad de los precios de activos bursátiles y de las monedas latinoamericanas, y el leve incremento de los *spreads* soberanos. Persisten asimismo los riesgos negativos discutidos con anterioridad, vinculados a los elevados déficit de cuenta corriente y fiscal en Estados Unidos.

En el mercado financiero interno, las tasas de interés de mediano plazo reflejaron la reducción de la tasa de política monetaria de enero, junto a expectativas de inflación de mediano plazo más estables o incluso al alza. De hecho, los diferenciales entre tasas de mediano plazo nominales y reajustables han mostrado incrementos del orden de cincuenta puntos base en las últimas semanas. La ausencia de sorpresas muy significativas en la inflación de enero, así como el incremento reciente del precio de la gasolina pueden estar detrás de esto, aunque no se puede descartar que el compromiso explícito del Banco Central de Chile con la meta de 3% esté influyendo en las expectativas. En el mercado del crédito, las colocaciones efectivas no hipotecarias han mostrado alguna desaceleración durante enero, mientras que las tasas de colocación, especialmente las de consumo y comerciales, presentan incrementos respecto a los promedios de fines del año pasado. Por el lado cambiario, se han visto mayores grados de volatilidad de corto plazo. Más allá de ello, es destacable que el tipo de cambio haya dejado de apreciarse a pesar del importante repunte del precio del cobre. Las perspectivas de alzas de tasas para los próximos trimestres en Estados Unidos, junto con la mayor estabilidad de la paridad euro/dólar en torno a 1,25 dólares por euro, son aspectos que apoyan esta trayectoria reciente del peso.

Los pronósticos para el crecimiento de la actividad y el gasto en el curso del primer trimestre de este año se han incrementado ligeramente respecto de lo previsto en el *Informe*, debido básicamente a mejores perspectivas para la minería. Por tal razón, se estima que las implicancias sobre la brecha de capacidad de estas noticias no son aún de primer orden. La tendencia de estas brechas se asocia más al resto de los sectores, donde se esperan tasas de crecimiento, para la industria en particular, algo superiores a las observadas hacia fines del año pasado, y similares a las contenidas en el *Informe*.

Por otra parte, destaca el repunte sostenido de los distintos indicadores de expectativas privadas, los que muestran mejoras tanto en el panorama esperado para la situación personal de los hogares y la disposición a adquirir bienes durables. A pesar de esto, algunos indicadores relevantes por el lado del consumo, como las ventas de automóviles, han tendido a revertir algo de los fuertes incrementos previos. En el mercado laboral



continúan apreciándose indicaciones positivas. La ocupación según el Instituto Nacional de Estadísticas mostró un nuevo máximo histórico, empujada por el empleo de asalariados, y en enero las vacantes siguen también creciendo con fuerza. La tasa de desocupación desestacionalizada no ha mostrado nuevos descensos, mientras la tasa de desempleo primaria se ha mantenido estable por varios meses.

Aunque los indicadores coyunturales de formación bruta de capital en maquinaria muestran un cierto decaimiento, es probable que exista una revisión al alza en este ítem en el marco del cálculo de las cuentas nacionales para el año 2003, por la incorporación de antecedentes definitivos de deflatores que contienen variaciones de valores unitarios menos sensibles a la depreciación del dólar en el mundo. Por su parte, las ventas de viviendas nuevas se han mantenido más estables.

La inflación de enero se ubicó algo por debajo de lo previsto hace un mes. La razón, sin embargo, no fueron nuevas sorpresas por parte de los alimentos no perecibles. De hecho, la variación mensual de estos precios se ubicó muy cerca de lo previsto, en torno a cero, lo que indicaría que la llamada "guerra de precios" estaría deteniéndose. Las sorpresas de inflación vinieron por el lado de otros productos, como analgésicos y pasajes de transporte interprovincial. Aunque el comportamiento histórico de estos precios puede indicar que estas sorpresas pudieran persistir en el tiempo, no se puede descartar que se esté en presencia de los efectos de la apreciación cambiaria reciente sobre la estructura de costos. No solo la magnitud de este traspaso es imprecisa; su ocurrencia temporal también lo es. Así, por ahora no se estima que se esté en un escenario de inflación de corto plazo muy distinto del previsto. Por otra parte, el incremento de los combustibles y del tipo de cambio en semanas recientes incidirá en torno a una décima en la inflación anual de los próximos meses, compensando el efecto de las sorpresas anteriores. En su conjunto, se espera que la inflación en doce meses alcance su punto más bajo entre fines del primer y comienzos del segundo trimestre, con variaciones en torno a -0,9% para el IPC, 0,5% para el IPCX y 0,9% para el IPCX1.

A mediano plazo, lo más relevante para las perspectivas inflacionarias —aparte de la trayectoria del tipo de cambio, las expectativas y las holguras en el uso de la capacidad instalada— son los costos laborales unitarios. En diciembre se apreció una caída adicional del crecimiento de los salarios nominales, lo que indica que la menor inflación ha comenzado a tener algún efecto en las remuneraciones. La productividad, en tanto, continúa con tasas de crecimiento positivas, lo que ha permitido que el crecimiento anual de los costos laborales unitarios se mantenga estable.

Así, no hay antecedentes para modificar el escenario de proyección de mediano plazo delineado en el *Informe* de enero. Por el lado de la actividad, el sector industrial tuvo un desempeño ligeramente por encima de lo previsto en diciembre, y para este primer trimestre de 2004 la revisión de proyecciones para la minería incrementa solo ligeramente el crecimiento esperado. En el escenario internacional continúan apreciándose mejoras, principalmente por el lado del precio del cobre, y se mantienen las proyecciones de crecimiento dentro de los rangos del *Informe* de enero. Por el lado de los costos, los salarios nominales han mostrado una desaceleración, mientras el tipo de cambio se ha depreciado. Aunque la inflación de enero estuvo algunas décimas por debajo de lo proyectado a principios de año, ello no parece deberse a una continuación de la guerra de precios entre supermercados, sino que a otros factores que no se estima estén fuera del escenario central de proyección. En suma, una revisión de las proyecciones como un todo se podrá hacer solo en la medida en que se tenga una visión más concreta del crecimiento efectivo y la inflación en los próximos meses o se materialicen mayores novedades.

I. Escenario internacional

En las últimas semanas continuó mejorando el panorama internacional para la economía chilena, conformándose un escenario externo más favorable que el previsto en el *Informe*. Esto se refleja en revisiones al alza de las perspectivas de crecimiento de la economía mundial y en un aumento sustancial en el precio actual y proyectado del cobre, noticias



compensadas parcialmente por una postergación en la reducción esperada del precio del petróleo. Las condiciones financieras externas también continúan favorables.

Desde el *Informe* de enero, las proyecciones de crecimiento mundial han mostrado una leve corrección al alza, principalmente por un mayor crecimiento esperado para Estados Unidos, Japón y Asia emergente. Así, las proyecciones de crecimiento mundial a PPC alcanzan 4,6% y 4,2% en el año 2004 y el año 2005, respectivamente. Ponderado por los principales socios comerciales, se estiman en 4,1% este año y 3,6% el próximo.

En Estados Unidos el crecimiento del último trimestre de 2003 fue menor que el esperado (4% trimestre a trimestre anualizado) aunque con un fuerte crecimiento de la inversión, tanto residencial como no residencial, y del sector externo. Para este año, se afianzan las expectativas de una expansión de la actividad de 4,8%. En la zona euro son promisorios los datos recientes de confianza empresarial, con cinco países mostrando un clima de negocios más favorable, a lo que se une la reversión parcial de la apreciación del euro, que contribuye por ahora a atenuar el riesgo de ser un elemento contractivo. En Japón, en tanto, el sector externo sigue liderando el crecimiento, traduciéndose en un mayor dinamismo de la actividad industrial en el cuarto trimestre de 2003.

Desde el cierre del *Informe*, el precio del cobre tuvo un importante aumento, promediando US\$1,1 la libra en enero y con valores *spot* por sobre ese nivel. Ello se explica por la mayor actividad mundial, liderada por los dos principales consumidores de cobre (China y Estados Unidos) así como por una menor oferta. Lo anterior implica un déficit mayor que el estimado para este año. Dado esto, se revisan al alza las proyecciones de los próximos dos años, hasta US\$1,09 la libra para el año 2004 y US\$1,11 para el año 2005 (US\$1 y US\$1,02 la libra en el *Informe*).

El precio del petróleo se ha ubicado por sobre lo estimado, promediando US\$31 el barril en enero, con valores *spot* cercanos a US\$29. Esto se explica por una demanda mayor que la esperada de los principales consumidores (Estados Unidos y China), niveles de inventarios históricamente bajos, y pocas holguras para aumentar la oferta en la mayoría de los productores. De lo anterior, también se propone elevar la proyección del precio del crudo en US\$1 el barril para el año 2004 y el año 2005, hasta US\$28 y 25, respectivamente.

En los mercados financieros externos, destacó el cambio en el tono del comunicado que acompañó la decisión de la Reserva Federal de mantener su tasa de interés de política monetaria. La eliminación de la referencia a que la instancia monetaria se mantendría por un "período considerable de tiempo", adelantó las expectativas que se habían generado respecto a que el inicio del ciclo de alza de tasas se daría en el segundo semestre del año. En la zona euro en tanto, creció la posibilidad de una baja adicional en la tasa rectora, la que estaría asociada a los efectos en la actividad que podría tener la apreciación del euro. Pese a ello, la reversión marginal que ha registrado la paridad ha atenuado estas expectativas.

A pesar del cambio de énfasis por parte de la Reserva Federal, las tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos están —con vaivenes— cerca de 20 puntos base por debajo del nivel del cierre del *Informe*, movimiento que las tasas en Europa han seguido de cerca. Asimismo, los *spreads* crediticios corporativos se han ajustado a la baja para todo el espectro de clasificación de riesgo. Por otra parte, la depreciación del dólar se ha tendido a detener, en especial con respecto al euro, transándose en la actualidad en torno a 1,25 US\$/euro. Por último, las bolsas se han mantenido en niveles altos, no vistos desde hace más de un año. Aun así, persisten los riesgos identificados en el *Informe*, debido a los persistentes déficit fiscal y de cuenta corriente en Estados Unidos.

Las condiciones financieras para las economías emergentes se mantienen favorables, pese a que en el margen se observan leves aumentos en los *spreads* soberanos y depreciaciones de algunas monedas. En cuanto a volúmenes, la amplia liquidez y las bajas tasas han favorecido un posicionamiento significativo de los fondos dedicados a estas economías, lo que se ha traducido en la compra de bonos y principalmente de acciones por parte de estos fondos. Estos flujos de capitales a economías emergentes han estado orientados



especialmente a los tramos más bajos de clasificación de riesgo, fenómeno también observado en los bonos corporativos de empresas norteamericanas.

El mayor movimiento de capitales hacia economías emergentes valida las mejores proyecciones de esta variable en el 2004. El *International Institute of Finance* proyectó recientemente un aumento de 5% en los flujos a economías emergentes respecto de los US\$187 billones recibidos el año 2003, de ellos América Latina captaría 20%, con Brasil como el principal receptor. La mantención de condiciones financieras favorables para las economías emergentes incrementa el flujo de capitales, pero también aumenta el riesgo ante un incremento más rápido que lo anticipado de las tasas de interés de economías desarrolladas.

En enero se colocó un nuevo bono soberano chileno, por un monto de US\$630 millones con vencimiento a enero de 2008. La colocación, a tasa cupón flotante, tuvo un *spread* de 40 puntos base por sobre la *Libor* a tres meses, que está en línea con los cálculos realizados para los bonos de menor plazo emitidos por el Gobierno (por ejemplo, el bono con vencimiento al año 2007 presentó un *spread* comparable de 42 puntos base ese día).

II. Mercados financieros

Desde la anterior reunión, las tasas de los documentos reajustables del Banco Central han caído más de 40 puntos base, y hoy se ubican en 2,6% a 5 años y 3,7% a 10 años, valores similares a los de octubre último. Las tasas de interés de los documentos nominales de mediano y largo plazo cayeron más de 20 puntos base hasta la penúltima semana de enero. Desde entonces, revirtieron parcialmente esta tendencia conforme al cambio en las expectativas de inflación de mediano plazo.

A su vez, las tasas de interés nominales de los documentos de corto plazo se han movido en igual dirección que la tasa de política monetaria.

Las expectativas de inflación se han ajustado de mejor forma a las noticias de inflación de la última parte del año 2003. De hecho, el error de estimación de enero fue significativamente inferior al del período octubre-noviembre, donde se produjo la parte más relevante de las sorpresas inflacionarias.

La curva *forward* se desplazó paralelamente respecto del cierre del *Informe*, deduciéndose expectativas de alza de la tasa de política monetaria del orden de 50 y 75 puntos base en un plazo de entre tres y seis meses. A igual plazo, la encuesta de expectativas de febrero señala un aumento de menor magnitud (entre 25 y 50 puntos base).

Conforme con las reducciones de la tasa de política monetaria, las tasas de interés de las operaciones de captación de los bancos con el público han caído, especialmente las de más corto plazo. Por su parte, las tasas de interés de colocación aumentaron durante enero, pero volvieron a los niveles de antes de las fuertes disminuciones observadas en diciembre. Así, por ejemplo, las tasas de los créditos de consumo presentan incrementos del orden de 100 puntos base en el mes, mientras las de los comerciales muestran alzas mayores en el plazo superior a un año (más de 300 puntos base).

En diciembre, las colocaciones continuaron la tendencia creciente de los meses previos. En términos desagregados, los créditos de consumo crecieron del orden de 17% anual y los de vivienda 12%. Los créditos a empresas, en cambio, permanecieron estancados. No obstante lo anterior, en enero el crecimiento anual de la deuda total se redujo respecto del mes anterior, por el menor dinamismo de las colocaciones efectivas, tanto en moneda nacional como extranjera. En todo caso, el componente de créditos con letras hipotecarias aumentó, lo que permite anticipar que el ritmo de crecimiento de las colocaciones para la vivienda se mantendrá.

En cuanto al financiamiento de las empresas a través de bonos, en enero las colocaciones de estos instrumentos ascendieron a UF4,5 millones, que representan alrededor de un 25%



del promedio de las emisiones mensuales promedio en meses recientes, no existiendo anuncios de emisiones para febrero, fenómeno usual en este mes. Con todo, la TIR media de los bonos permaneció estable en enero respecto de diciembre (5,6%). Las TIR de las letras hipotecarias tuvieron movimientos mixtos en enero respecto de diciembre; no obstante, la escasez de transacciones no permite concluir una tendencia clara.

En enero, el dinero (M1A) aumentó 16% en doce meses, cifra que se anticipa caerá a niveles cercanos a 6% durante marzo, dada la inusual demanda ocurrida en marzo del año pasado a raíz del caso Corfo-Inverlink. Los agregados más amplios finalizaron enero con variaciones prácticamente nulas, explicadas principalmente por la mayor preferencia de las AFP por invertir en el exterior.

Tipo de cambio

Durante enero el tipo de cambio tuvo una alta volatilidad diaria, que superó los \$15 por dólar, llevando al precio de esta moneda a fluctuar entre \$560 y \$600. El cambio en el comunicado de la Reserva Federal mencionado anteriormente impactó favorablemente la cotización del dólar en los mercados internacionales, afectando al peso y a otras monedas.

Las expectativas respecto de la trayectoria 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. La encuesta de expectativas de febrero, en tanto, señala una depreciación algo mayor en el horizonte de un año (3%).

En los primeros días de febrero el TCM y el TCM-5 se sitúan por sobre el nivel promedio de enero, con variaciones mensuales del orden de 1% a 1,5%, similares a la del TCO. En enero, el tipo de cambio real medido en sus dos versiones, TCR y TCR-5, se apreció 3% respecto de diciembre. Este movimiento sería parcialmente compensado en febrero, considerando un TCO de \$585 por dólar.

En enero el diferencial de tasas de interés interna-externa nominal permaneció constante, mientras el diferencial real tuvo un pequeño descenso, coherente con un ritmo de depreciación real esperado para el mediano plazo algo inferior al de los meses anteriores.

Bolsas

Luego de sostenidas alzas en enero, los mercados accionarios internacionales retrocedieron casi completamente en los últimos días, por la incertidumbre que provocó sobre los retornos accionarios el ya mencionado comunicado de la Reserva Federal.

De esta forma, en lo que va del año el *Dow Jones* y el *Nasdaq* han crecido 0,4% y 0,8%, respectivamente. Los indicadores de ADR crecieron 0,3% los latinos y 0,2% los chilenos. Los demás mercados accionarios de América Latina mostraron en enero resultados disímiles: el *Merval* aumentó 0,7%, en tanto el *Bovespa* disminuyó 5%. En el mercado accionario local, primó una tendencia a la baja, finalizando el IPSA con un descenso del orden de 3-3,5% medido tanto en pesos como en dólares.

III. Actividad y empleo

La estimación de crecimiento del PIB para el cuarto trimestre del 2003 no cambió respecto de lo proyectado en el *Informe*. Por sectores, no obstante, hubo variaciones: la minería y la pesca tuvieron una actividad menor que la esperada, a la vez que la industria se vio más dinámica que lo anticipado. Con esto, el crecimiento del PIB en 2003 se mantuvo en 3,2%.

El sector industrial mostró en diciembre un desempeño superior a lo esperado, en parte por la mayor producción de ramas ligadas al sector interno. Con ello, el sector cerró el año 2003 con un crecimiento anual de 2,2%.

La proyección de actividad del primer trimestre de 2004 se corrigió levemente al alza, pese a lo que sigue estimándose un aumento anual en torno a 4,5%. Dicha corrección se explica

LP



principalmente por un mayor crecimiento de la minería establecido en la actualización de los programas de producción de las empresas para el año 2004.

Respecto de la demanda interna, aunque con cambios menores en sus componentes, se mantienen las estimaciones incluidas en el *Informe* tanto para el último trimestre de 2003 como para el año en su conjunto. Para el trimestre en curso, se corrigió levemente al alza la estimación de crecimiento anual.

Consumo y existencias

En lo más reciente, las expectativas de los hogares muestran un nuevo mejoramiento, que apoya el favorable desempeño de los indicadores de consumo. La información a enero del Índice de Percepción Económica de Adimark indica que las expectativas de los agentes continúan mejorando, ubicándose en niveles comparables a los del primer trimestre de 1998. El indicador expectativas de la Universidad de Chile tuvo un comportamiento similar en diciembre.

La información más reciente confirmó el repunte del consumo, en especial de su componente durable. En diciembre, esta parte de las ventas del comercio de la CNC continuó creciendo. Las importaciones de consumo durable —excluidos los automóviles— también aumentaron sus niveles. En cuanto a las ventas de automóviles, aunque en los dos últimos meses han caído, siguen en valores elevados. No se descarta que tras la rápida acumulación de stocks de bienes de consumo durable en el segundo semestre de 2003 se produzca una moderación en la primera mitad de 2004, parte de la cual ya se aprecia en las cifras de ventas de automóviles.

En cuanto a las existencias, los antecedentes indican una cierta debilidad. Por un lado, la relación entre producción y ventas industriales del Instituto Nacional de Estadísticas tuvo un incremento en diciembre, pero se mantiene por debajo de su promedio histórico. Por otro, en enero las importaciones desestacionalizadas de bienes de consumo real revirtieron la tendencia creciente que se venía observando desde mayo de 2003.

Formación bruta de capital

Los componentes de la formación bruta de capital muestran señales mixtas en el margen, aunque se suma una mayor cantidad de antecedentes que hacen esperar tendencias positivas para el agregado. Los indicadores coyunturales de formación bruta de capital en maquinaria muestran un cierto decaimiento, aunque es probable una revisión al alza de este ítem en el marco del cálculo de las cuentas nacionales para el año 2003, por la incorporación de antecedentes definitivos de deflatores que contienen variaciones de valores unitarios menos sensibles a la depreciación del dólar en el mundo.

La información del sector inmobiliario de diciembre mostró una mayor actividad, con ventas que, en términos desestacionalizados, revierten la caída de los últimos meses. En cuanto al stock, en diciembre aumentó por tercer mes consecutivo, contándose con la oferta más alta desde que se lleva registro (15.000 unidades). Así, los meses necesarios para agotar el stock llegaron a 19.

Política fiscal

En noviembre último, el balance global del Gobierno Central se hizo más deficitario, 1,2% del PIB medido como año móvil, el mayor de todo el año 2003. Los ingresos totales revirtieron la tendencia decreciente de los meses previos, principalmente por los mayores ingresos tributarios del mes. El aumento de los gastos totales, a su vez, más que compensó el de los ingresos, debido especialmente a una mayor aceleración de la inversión pública y al pago de bonos de reconocimiento.

Al igual que el gasto total, aquel con impacto macroeconómico continuó con la aceleración anual que viene presentando desde abril de 2003. De acuerdo con las proyecciones realizadas por la autoridad fiscal, para alcanzar la meta anual de -0,8% del PIB en el balance global, en diciembre los ingresos y gastos debieran mostrar aumentos en términos reales del orden del 30% y 8% anual, respectivamente.

*Sector externo*

En enero, las exportaciones FOB ascendieron a US\$2.010 millones, lo que representó un aumento de alrededor de 10% respecto de igual mes del año pasado. Las importaciones FOB, en tanto, crecieron cerca de 1% anotando un valor de US\$1.780 millones. Las primeras estimaciones de febrero indican expansiones anuales en las exportaciones e importaciones de 38% y 8,5%, respectivamente. Así, el valor FOB de ventas y compras al exterior sería de US\$2.150 y US\$1.500 millones, respectivamente.

En relación con el quantum de exportaciones, el último trimestre de 2003 tuvieron un incremento anual de 5,5%, algo por debajo de lo incluido en el *Informe*. Menores envíos mineros, parcialmente compensados por mayores exportaciones agrícolas, provocó este resultado. El quantum de las exportaciones totales de 2003 aumentó aproximadamente 6,5%, valor similar al considerado en el *Informe*. En el primer trimestre de 2004 las cantidades exportadas crecerían cerca de 11%, producto de un incremento similar en todos los sectores relevantes: mineras (14%), industriales (10%) y agropecuarias (9%).

El quantum de las importaciones en el cuarto trimestre de 2003 aumentó 16% año con año, algo por debajo de lo incluido en el *Informe*. Así, el volumen de las importaciones totales creció cerca de 8% año con año en 2003, destacando el aumento de 16% en las de consumo. En el trimestre en curso, el quantum de las compras al exterior crecería sobre 10% año con año.

Mercado laboral

Según el Instituto Nacional de Estadísticas en el trimestre móvil finalizado en diciembre de 2003, el mercado laboral continuó con el mayor dinamismo iniciado en octubre. Los sectores que impulsaron el empleo total siguieron ligados a los puestos de trabajo asalariado privados. La evolución de las vacantes de trabajo en enero augura que se mantendrá esta dinámica favorable del empleo asalariado.

La tasa de desempleo desestacionalizada se situó en torno a 8,3%, cifra algo por debajo del promedio de 2003 y 0,1 punto porcentual mayor que la de noviembre del pasado. Según la información para el Gran Santiago de la encuesta de ocupación y desocupación de la Universidad de Chile, durante diciembre la tasa de desempleo registró una caída de 1,5 puntos porcentuales respecto de la medición del trimestre anterior y de 0,2 punto porcentual respecto de diciembre de 2002. Descontados efectos estacionales, no hubo cambios en esta variable entre septiembre y diciembre.

En el caso de la población primaria (hombres entre 25 y 54 años) la tasa de desempleo desestacionalizada llegó a 6,8%, después de mantenerse en 6,7% desde junio. Cabe destacar que esta variable registraba una trayectoria descendente desde principios de 2002 y estabilidad de los últimos seis meses, dando cuenta que se mantienen las holguras de capacidad.

En enero, las vacantes de trabajo crecieron 17,2% anual, con niveles desestacionalizados que aumentan desde octubre de 2003. Así, se puede esperar que el empleo de asalariados, es decir, el ligado al sector más formal del mercado del trabajo, siga creciendo en los próximos meses.

En cuanto a las categorías ocupacionales, el empleo de trabajadores por cuenta propia y familiares no remunerados, en términos desestacionalizados, disminuyó respecto de noviembre en cerca de seis mil puestos. Por su parte, el empleo de asalariados —que representa alrededor del 64% del empleo total— experimentó un alza por cuarto mes consecutivo, creando 16 mil nuevas plazas.

Por grupo ocupacional, descontando efectos estacionales, destaca que quienes propiciaron la mejora en los niveles de empleo fueron empleados de oficina y trabajadores en servicios personales, a diferencia de otros meses, en que los profesionales y técnicos impulsaron el aumento de la ocupación.

M



IV. Precios y costos

En el mes de enero, el IPC anotó una variación de -0,2%, igual registro al del IPCX y el IPCX1. Con esto, el incremento en doce meses del IPC llegó a 0,8%, mientras que el del IPCX se situó en 1,5% y el de IPCX1 en 1,6%. Medidas alternativas de inflación subyacente, como el IPCX2 y las medias podadas del IPC, IPCX e IPCX1 continuaron indicando descensos en sus tasas de variación en doce meses. El IPCX2, no presentó cambio en enero, similar a lo que sucedió con la variación mensual desestacionalizada y la mediana del IPCX1.

La inflación de enero se ubicó algo por debajo de lo previsto hace un mes. Sin embargo, ello no respondió a nuevas sorpresas por parte de los alimentos no perecibles. De hecho, la variación mensual de estos precios se ubicó muy cerca de lo previsto, en torno a cero, lo que indicaría que la llamada “guerra de precios” estaría deteniéndose. Las sorpresas de inflación se dieron en otros productos, como analgésicos y pasajes de transporte interurbano. Aunque dado el comportamiento histórico de estos precios es posible que estas sorpresas pudieran persistir, no se puede descartar que se esté en presencia de los efectos de la apreciación cambiaria reciente sobre la estructura de costos. Aún así, no solo la magnitud de este traspaso es imprecisa, sino que también los es su ocurrencia temporal. Así, por ahora no se estima que se esté en un escenario de inflación de corto plazo muy distinto del previsto.

Por el lado de los salarios, en diciembre se apreció una nueva disminución del crecimiento anual de las medidas nominales, en línea con lo que se esperaba dados los bajos registros inflacionarios del último semestre de 2003. Así, tanto para el índice de remuneraciones por hora como para el costo de la mano de obra la variación anual fue de 3,4%. En todo caso, las variaciones observadas en el primer trimestre de 2004 serán claves para la evaluación de la trayectoria de mediano plazo de los costos laborales unitarios.

En la coyuntura, en diciembre la tasa de crecimiento anual de los costos laborales unitarios continuó descendiendo, luego de los *peaks* de mediados de año. Los CLU medidos a partir del empleo de asalariados, empleadores y personal de servicios —medida más cercana a los grupos sobre los que se basan las estadísticas de salarios— continuaron mostrando tasas de crecimiento anual más estables y por debajo de las habitualmente consideradas.

En cuanto a las expectativas de inflación del sector privado, las deducidas del diferencial de tasas nominales y reales a dos y cinco años, han aumentado del orden de 50 puntos base desde la anterior reunión. Así, a dos y cinco años plazo se ubican alrededor de 1,2% y 1,7%, respectivamente. Por su parte, en febrero los resultados de la encuesta de expectativas al sector privado indicaron una inflación de 2,1% para uno año plazo, cifra similar a la del mes pasado. A dos años plazo, la inflación esperada se mantuvo en 2,8%.

Perspectivas de corto plazo

Estimaciones iniciales indican que en febrero el IPC tendría una variación de 0,1%, con lo que su tasa de variación en doce meses sería de 0%. El reajuste habitual en el costo de los servicios médicos, junto con la evolución reciente del precio interno de los combustibles, determinarían este resultado. Sobre esto último en particular, el fuerte aumento de precios de comienzos de febrero sería rápidamente revertido, dada la evolución del precio internacional de los combustibles y del tipo de cambio, aunque tendría algún efecto en la distribución de la inflación en febrero y marzo. Por el contrario, la estacionalidad de los precios de bienes perecibles y del vestuario, junto con una nueva caída de \$10 en el pasaje de la locomoción colectiva, afectarían negativamente la inflación del mes.

Respecto del escenario base del *Informe*, se modificó al alza el precio del petróleo y el tipo de cambio; ambos elementos tienen efectos que en parte ya se aprecian en febrero. Además, se abre la posibilidad de que el precio del pasaje de la locomoción colectiva

12



aumente en marzo, reajuste que sería revertido en abril, considerada la trayectoria supuesta para el precio del crudo.

En cuanto a la inflación subyacente, el incremento del IPCX en febrero sería de 0,1% y el del IPCX1 de 0,2%, con los que la inflación anual de estos índices sería de 1% y 1,3%, respectivamente. Marzo, con incrementos mensuales entre 0,2% y 0,4% para el IPC, IPCX e IPCX1 sería el primer mes de inflación anual negativa para el IPC (-0,9%).

Modelos alternativos de proyección para el IPCX1 indican trayectorias similares, aunque niveles algo distintos. Con el modelo por componentes, para fines del segundo trimestre se anticipa una inflación del IPCX1 del orden de 0,7%, cifra que disminuye a 0,4% para la estimación con vectores autorregresivos.

El señor Ministro de Hacienda Subrogante, don Mario Marcel informa sobre el cierre fiscal del año 2003, que muestra un 0,8% de déficit. Señala que el mes de diciembre fue bastante superavitario y eso hizo que las cifras convergieran a lo que se había proyectado en el balance con la contabilidad sobre base devengada y que, finalmente, se van a estar cumpliendo todas las metas. En términos de gasto, señala, las cifras estarán un poco más bajas que las que se habían proyectado, el gasto con efecto macro va a haber crecido alrededor de un 1,5% en lugar del 2% que se esperaba, lo cual indica que los ingresos estuvieron más débiles y por lo tanto el gasto, pese a que hubo inflación negativa en los últimos meses, se logró hacerlo converger para cumplir con la meta fiscal.

Indica el señor Marcel que respecto al año 2004 se están actualizando proyecciones y que con la contabilidad sobre base devengada están proyectando un balance levemente positivo para el año próximo, donde se combina el efecto del alto precio del cobre, con un tipo de cambio y una inflación más bajos.

En relación con el ajuste del gasto por el tema de la inflación, señala que ese ajuste ya se efectuó en parte en el período de discusiones del presupuesto en el Congreso, cuando se observó que la inflación iba en descenso. Lo que se hizo fue recortar el tesoro público en la cantidad necesaria para que se ajustara el nivel global de gasto, por la diferencia entre la inflación supuesta y la que se estaba proyectando en ese momento. Señala que el ajuste que se hizo en el tesoro público se está distribuyendo entre todos los Ministerios y servicios públicos.

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 enero, el Consejo decidió reducir la tasa de política en 50 puntos base a 1,75%. Se consideró que las novedades por el lado de los costos y precios mostraban que las presiones inflacionarias continuaban siendo menores que las esperadas y que los reducidos niveles que la inflación había alcanzado aumentaban el riesgo de que las futuras decisiones de precios se basaran en expectativas inflacionarias incoherentes con el objetivo inflacionario. Ello en un marco de aumento de las proyecciones de crecimiento para los próximos trimestres.
2. Desde la última reunión se han acumulado relativamente pocas novedades:
 - La inflación del mes de enero estuvo algo por debajo de lo estimado internamente, con sorpresas que se concentraron en la inflación subyacente IPCX1.
 - Las expectativas inflacionarias de mediano y largo plazo dejaron de caer y algunas han mostrado un leve incremento.



- El precio del cobre ha seguido aumentando, ubicándose sobre US\$ 1,15 por libra, lo que motiva un aumento de 10% en el escenario de proyección de este precio para los años 2004 y 2005.
 - El tipo de cambio ha mostrado bastante volatilidad y en lo más reciente se ha ubicado por encima del supuesto de proyección del último *Informe*.
 - Por último, las proyecciones de actividad de corto plazo no han sufrido variaciones de importancia, y los indicadores indirectos muestran un panorama coherente en términos gruesos con el escenario del Informe de Política Monetaria. La confianza de los hogares ha llegado a nuevos máximos y el mercado laboral continúa afianzando su dinamismo. Sin embargo, las colocaciones a personas muestran en el margen algo de menor dinamismo; no se aprecia un repunte generalizado en el crecimiento de los agregados monetarios distintos del M1A y la inversión aún no muestra un repunte sostenido.
3. Con los antecedentes revisados, la opción que aparece como la más plausible en esta reunión es mantener la tasa de política en su nivel actual.
 4. Por un lado, es muy difícil justificar un aumento de la tasa de interés. La proyección de inflación para los próximos 24 meses no ha variado, manteniéndose la expectativa de que se ubique cerca de 3% a fines del horizonte de proyección. Tal vez la única novedad que podría favorecer una reducción del impulso macroeconómico es que los términos de intercambio del 2004 probablemente mejorarán aun más de lo supuesto en el *Informe* de enero. Sin embargo, esta no parece ser una razón suficiente como para cambiar el panorama inflacionario. En efecto, hasta ahora no se aprecia un cambio de relevancia similar en otras variables del entorno externo. Adicionalmente, debido a que los mejores términos de intercambio se derivan principalmente de un mayor precio del cobre, es probable que su efecto en la actividad no sea del mismo orden. Ello porque el recurso es mayoritariamente de propiedad extranjera y, para la parte de propiedad estatal, existe la regla fiscal, lo que implica que el ingreso nacional privado disponible no debería variar con la misma intensidad. Finalmente, las holguras de capacidad son aún amplias, por lo que incluso un eventual mayor crecimiento no pondría en riesgo la trayectoria de la inflación.
 5. Tampoco es evidente que en esta oportunidad existan argumentos para disminuir aun más la tasa de interés. Los elementos principales detrás de la decisión de la reunión anterior no se han intensificado sino que, en el margen, se han tendido a revertir. Si bien algunas medidas de expectativas de inflación se mantienen por debajo del rango meta, ellas han aumentado en las últimas semanas. El incipiente debate que existió sobre la conveniencia de modificar la meta de inflación ha cesado. En el margen, el tipo de cambio ha aumentado, limitando sus efectos sobre las proyecciones de inflación. Además, respecto del efecto que tiene un cambio en la tasa de interés sobre el tipo de cambio, hay que considerar que aunque no se pueden descartar consecuencias mayores de existir otros mecanismos de transmisión, de acuerdo con la paridad de tasas de interés un cambio en la tasa de 25 puntos base durante un año tiene un efecto marginal sobre el tipo de cambio (de menos de 2 pesos).
 6. Probablemente la única novedad que podría justificar una reducción de la tasa de interés es que la inflación de enero estuvo por debajo de lo esperado. Esta, sin embargo, no parece ser una razón suficiente. Aunque nuevamente concentrado en el IPCX1, el error de proyección fue menor comparado con las sorpresas de los meses previos, y probablemente obedece al traspaso del menor tipo de cambio de los últimos meses, traspaso cuya extensión y, especialmente, oportunidad no son posibles de determinar con precisión. No es, por lo tanto, una novedad que permita modificar el cuadro esperado de inflación.
 7. Además, una reducción de la tasa en esta oportunidad presenta dos inconvenientes. En primer lugar, en momentos en que el mundo parece acercarse al ciclo de alzas de tasas,



no parece apropiado disminuirlas más si no existen argumentos decisivos y se considera que ellas ya han alcanzado un nivel especialmente reducido. En segundo lugar, un recorte podría resultar confuso. Considerando que la última reducción de tasas fue relativamente agresiva —intencionadamente para limitar las probabilidades de nuevos recortes— aprobar un movimiento en esta reunión podría entregar la idea errónea de que la función de reacción del Banco Central ha cambiado.

8. En suma, en esta ocasión la opción de mantener parece ser la más indicada. Ella es coherente con las expectativas del mercado y permite esperar a tener más antecedentes.

El Presidente ofrece la palabra para discutir las opciones.

El señor Ministro de Hacienda Subrogante, don Mario Marcel, señala que se trata de un informe con pocas novedades, lo que puede ser bueno para lo que han sido quizás otras oportunidades, deseando también ver algunas novedades alentadoras. Manifiesta que al Ministerio de Hacienda le preocupa, particularmente, la debilidad que se observa todavía por el lado de la inversión. Los indicadores más de corto plazo son bastante ambiguos, unos van hacia arriba y otros hacia abajo, y el escenario de mediano plazo que respalda las proyecciones de inflación supone un repunte bastante más vigoroso de la demanda interna que debería también influir a la formación bruta de capital. De hecho, dice, para los primeros meses de este año los supuestos de crecimiento de la formación bruta de capital están algo por arriba del 7%, lo cual con los indicadores que se están observando, parece ser un desafío importante. Puede ser que el ciclo sea así, que la inversión tienda a ir poco más rezagada que la demanda, pero lo cierto es que hasta el momento se observa más dinamismo en el consumo que en la inversión, lo cual puede indicar que quizás es bueno prestar más atención y encontrar alguna manera de presionar un poco más las tasas largas. Cree que éste es un tema que va a ser importante verlo en los próximos meses, sobre todo porque se ve que el escenario más de corto plazo tiene sus complicaciones ya que de acuerdo a las proyecciones se tendrán prácticamente, cuatro meses con inflación negativa o cero en doce meses, entonces recién alrededor del mes de mayo ya se descifra algo más positiva. Entonces, si en ese mismo período no se observa más dinamismo en la demanda, cree que se podrían revisar esas proyecciones más de mediano plazo.

El Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann, señala que comparte el análisis y la recomendación que hace la División Estudios respecto a la tasa de política, pero desea destacar algunos elementos del escenario internacional que sugieren una propuesta en esa misma dirección.

Manifiesta que se han ido materializando los riesgos positivos en términos de actividad mundial que se habían planteado en la reunión de política monetaria anterior, y que se refieren, fundamentalmente, a un crecimiento algo más promisorio en Estados Unidos, Asia emergente, Japón y América Latina. Por lo tanto, hoy día tenemos un escenario externo más positivo del previsto, que podría en algún momento determinar también un crecimiento en Chile algo mayor. También en la dirección de sugerir cautela respecto de la política monetaria, se tiene el comportamiento exhibido por el precio del petróleo. Recuerda que la OPEP hoy día decidió recortar su producción a partir de abril, determinando un aumento en los precios internacionales del petróleo. Si bien esto no sugiere una revisión en las proyecciones para el precio del petróleo consideradas en el escenario base, es una señal respecto al riesgo hacia el futuro, considerando una OPEP que actúa de manera más conservadora en sus decisiones de cuotas de producción. No obstante, se debe tener en consideración la posibilidad de un aumento en las exportaciones de petróleo iraquí hacia el segundo semestre, que sugiere mantenerse atento respecto a las evoluciones en ese mercado.

El Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic, dice compartir la recomendación central señalando que la evaluación del conjunto de novedades que



hay no justifican cambios en la política. Sin embargo, desea introducir un matiz en el análisis en el sentido que le parece que las novedades que se tienen, individualmente consideradas, sí son de cierta relevancia, aún cuando en el total, desde el punto de vista de lo que importa para esta reunión, los efectos tiendan a compensarse.

Le parece que el aumento en el precio del cobre sí ha sido bastante significativo como noticia para la economía nacional. Aunque comparte que no hay canales directos relevantes que lleven a que ese aumento en el precio del cobre necesariamente se traduzca en un mayor gasto y un mayor efecto sobre la economía, hay que reconocer el efecto indirecto que puede tener el precio del cobre, particularmente sobre las expectativas. El mismo Banco ha producido estudios y ha afirmado que altos precios del cobre históricamente han estado correlacionados con altos niveles de inversión. Por lo tanto, hay un efecto ahí que puede ser de relevancia también para la economía interna.

Por otra parte, las noticias por el lado de precios, salarios y expectativas de inflación, cuando se les observa en conjunto, también le parecen que son relevantes, en el sentido de mostrar expectativas de inflación y decisiones de precios que están todavía por debajo de lo que sería consistente con una tendencia deseable de más largo plazo. Indica que ha habido un ajuste en las expectativas de inflación, pero que todavía se ha deshecho solamente una parte de la discrepancia respecto de la meta del Banco Central; que hubo de nuevo una sorpresa negativa, si bien pequeña, por el lado del índice de precios al consumidor; y que, por el lado de los salarios, se sigue viendo variaciones en los costos laborales que todavía no están en línea con lo que históricamente se observaba en el pasado, en el sentido que los salarios típicamente crecían más que la inflación acumulada en seis meses. Lo que se está observando ya por bastante tiempo es que esa relación se rompió y todavía no se vuelve a una situación normal.

Dicho esto, reitera que aunque estima que hay noticias que son importantes desde el punto de vista de esta reunión, su efecto conjunto tiende a compensarse y por eso es que comparte la recomendación efectuada por la División Estudios.

El Presidente, don Vittorio Corbo, señala que la incertidumbre para las proyecciones todavía sigue presentándose por el lado de la inversión. Agrega que, aumentando el precio del cobre mejoran las expectativas, lo que eventualmente pasa a la inversión. En su opinión, lo anterior debiese cambiar por el problema de medición que se está afinando. Indica que la inversión va a mostrar un poco más de repunte porque, al parecer, había precios muy altos de los bienes de capital, entonces al deflactarlo estaban apareciendo volúmenes muy pequeños, había un problema de precio y entonces ahora que se están ajustando las cifras de cuentas nacionales, se va a apreciar un poco más de repunte. Comenta que es la misma incertidumbre que se reflejaba en el IPOM, lo que constituye el mayor riesgo de las proyecciones.

A continuación, el Presidente invita a los señores Consejeros a que expresen su opinión respecto al curso de la política monetaria.

El Consejero señor Marfán manifiesta que las reducciones de la tasa de política monetaria acordadas en las dos reuniones de política monetaria anteriores dieron cuenta de eventos inesperados que aconsejaban un cambio agresivo de la política monetaria. Pero desde entonces, no ha habido eventos que justifiquen alterar la actual instancia monetaria, la que deberá mantenerse un tiempo prolongado, de no mediar nuevas sorpresas. Por esta razón, su voto es por mantener la actual tasa de política monetaria.

47
Agrega que el comunicado correspondiente debe enfatizar, tal como se hizo en el IPOM, que la inflación anual negativa que se observará en marzo está dentro de las proyecciones consistentes con la actual tasa de política monetaria.



El Vicepresidente señor De Gregorio señala que tal como lo mostraba la División Estudios, cree que no se han presentado novedades que hagan variar las perspectivas inflacionarias, de manera que hay fuertes razones para mantener la tasa. Tampoco piensa que se esté en condiciones ni se esté en un período en el cual se vaya a iniciar un proceso de normalización del impulso monetario, por lo tanto, estima que en esta oportunidad también conviene mantener la tasa de política monetaria.

El Consejero señor Desormeaux comparte el análisis de la División Estudios y la recomendación que se desprende de él. Manifiesta que en las dos reuniones previas se hicieron cargo de una sorpresiva baja en la inflación, pero sobre todo les preocupaba la retroalimentación que esto estaba teniendo en las expectativas de inflación. Ese ciclo se ha detenido, como dice muy bien el informe, y algo se ha comenzado a revertir. Existe también una economía, en el margen, un poco más dinámica de lo que se preveía en el mes de enero; hay cifras de formación bruta de capital fijo que se han corregido al alza después de una revisión de sus tres factores y en el mundo desarrollado se comienza a acercar o se acerca, más de lo que se esperaba, un ciclo de alza de tasa, de manera que eso claramente descarta la opción de un recorte de tasa, pero tampoco constituye un antecedente para pensar que se debiera iniciar un ciclo de alzas el cual todavía se encuentra algo más lejano, de manera tal que apoya la opción de mantener.

La Consejera señora Ovalle señala que comparte la conclusión de la presentación de la División Estudios que se ha analizado, en relación a que no se han producido sorpresas que motiven un cambio de escenario de inflación y crecimiento en el mediano plazo. Incluso los nuevos antecedentes, en cierta forma, han ido en direcciones opuestas. El cuarto trimestre de 2003 de la economía norteamericana fue algo menor de lo esperado, como asimismo el IMACEC de nuestro país. Lo anterior se observa pese a que las expectativas internacionales se muestran optimistas, la confianza de los hogares en Chile ha llegado a nuevos máximos y el mercado laboral continúa dando señales de un mayor dinamismo.

Por otro lado, las colocaciones a las empresas no han aumentado, lo que sin duda repercute en la debilidad mostrada por la inversión, que en el año 2003 representó sólo un 22,6% del producto. Sin embargo, el entorno macroeconómico que sigue mostrándose propicio al logro de una significativa recuperación de la actividad, aún no muestra indicadores concretos y robustos. Si bien el IPC de enero estuvo por debajo de lo estimado, las expectativas inflacionarias de mediano y largo plazo dejaron de caer, por lo que la proyección de inflación para el horizonte relevante no ha variado, manteniéndose dentro del rango meta para los próximos 24 meses. Junto a esto, ha cesado también el cuestionamiento sobre la meta inflacionaria centrada en 3%. Por lo tanto, los elementos principales de la decisión de la reunión de enero no se han intensificado, sino que en el margen se han tendido a revertir, como por ejemplo, el tipo de cambio ha aumentado, limitando sus efectos sobre las proyecciones de inflación.

El punto que cree conveniente destacar en esta ocasión, es el mejoramiento de los Términos de Intercambio, que fue mayor a lo supuesto en el Informe de enero, pero no parece ser una razón suficiente como para cambiar el panorama inflacionario, ya que, no se aprecia un cambio de relevancia similar en otras variables del entorno externo. Este mejoramiento de los Términos de Intercambio se debe principalmente al mayor precio del cobre, por lo que es probable que su efecto en la actividad no sea del mismo orden, porque el recurso es mayoritariamente de propiedad extranjera, y para la parte de la propiedad estatal existe la regla fiscal, lo que implica que el ingreso nacional privado disponible no debería variar con la misma intensidad.

En síntesis y a la luz de los antecedentes anteriores, la señora Ovalle considera que se debe mantener la tasa de política monetaria.

lp



El Presidente señala que la presentación de la División Estudios y la discusión que siguió llevan a concluir que el escenario más probable para la inflación sigue siendo el que se presentó en el último Informe de Política Monetaria, esto es, después de las dos bajas de 50 puntos base introducidas en diciembre y enero pasado, y el ajuste al alza resultante de las expectativas de inflación del mercado, la inflación debiera comenzar a repuntar para terminar convergiendo al centro del rango meta a fines del segundo semestre del año 2005. De hecho, dice, lo más probable es que se retomen variaciones mensuales positivas en torno a dos o tres décimas de 1% a partir de marzo próximo, aunque por efectos de base de comparación y shocks transitorios de costos, las variaciones en doce meses serán negativas en marzo y abril. Por lo anterior, con la información conocida hasta el día de hoy, señala que el curso más adecuado de la política monetaria es continuar con el nivel actual de la tasa de política monetaria por un período más largo de tiempo, para facilitar la convergencia de la inflación al rango meta.

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

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

59-01-040210 – Tasa de Política Monetaria.

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

V. Comunicado

“ En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central resolvió, por unanimidad, mantener la tasa de interés de política monetaria en 1,75% anual.

Los antecedentes acumulados desde la última reunión afianzan las proyecciones de actividad y precios del Informe de Política Monetaria. Este escenario contempla valores negativos para la inflación anual (medida en doce meses) durante algunos meses, y un aumento posterior hacia el 3% anual a fines del horizonte de 24 meses, como resultado de la reducción de las holguras de capacidad y la disipación de shocks de oferta. El incremento reciente de la inflación esperada de mediano y largo plazo implícita en los precios de los activos financieros es coherente con este panorama.

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 59
Política Monetaria
10.02.2004

16.-

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17,30 horas.

JOSE DE GREGORIO REBECO
Vicepresidente

VITTORIO CORBO LIOI
Presidente

JORGE DESORMEAUX JIMENEZ
Consejero

MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera

MANUEL MARFAN LEWIS
Consejero

MARIO MARCEL CULLELL
Ministro de Hacienda (S)

JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDIVAR
Ministro de Fe (S)

17



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION DE POLITICA MONETARIA N° 60
Celebrada el 11 de marzo de 2004

En Santiago de Chile, a 11 de marzo de 2004, siendo las 16,00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Vittorio Corbo Lioi y con la asistencia del Vicepresidente don José De Gregorio Rebeco y de los Consejeros señora María Elena Ovalle Molina, señor Jorge Desormeaux Jiménez y señor Manuel Marfán Lewis.

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

Asisten también los señores:

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

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

I. Fecha Sesión de Política Monetaria del mes de septiembre de 2004.

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de septiembre de 2004, para el martes 7 de ese mes.

II. Exposición.

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

SÍNTESIS DEL MES

La trayectoria de corto plazo de la inflación continúa en términos globales dentro de lo esperado hace dos meses. La inflación subyacente se ha ubicado algo por debajo de lo previsto, aunque prácticamente compensada por mayores precios de combustibles en pesos. Las novedades del último mes dicen relación con un ritmo de aceleración de la actividad y el gasto algo inferior al esperado. Esto se ha manifestado principalmente en las cifras de



producción industrial y de actividad minera. Además, el mejoramiento de las expectativas de los consumidores tendió a detenerse en las últimas mediciones, mientras en el mercado laboral se observó una creación de empleo más pausada. En su conjunto, estas novedades han llevado a corregir, respecto del *Informe*, en algo menos de medio punto porcentual el crecimiento del PIB para el primer trimestre, desde 4,3% hasta 3,9%, y en poco más de medio punto porcentual, desde 4,3% hasta 3,5%, el crecimiento de la demanda interna. En todo caso, las nuevas estimaciones de crecimiento de corto plazo para la actividad y el gasto no revelan un quiebre de la tendencia de mayor crecimiento que ha venido mostrando la economía desde el año pasado, sino más bien una velocidad más acotada. Aún no existen antecedentes que permitan descartar que estas últimas noticias sean transitorias.

En esta coyuntura, se puede descartar que el escenario internacional esté poniendo un freno a la expansión económica. Por el contrario, la mayoría de los indicadores externos, principalmente el precio del cobre, muestran que se ha consolidado o incluso incrementado el impulso macro externo sobre la actividad. El crecimiento de los principales socios comerciales de Chile previsto para este año se ubica ligeramente por encima de lo que se observaba al momento del *Informe* de enero, y el precio del cobre ha consolidado un repunte más allá de lo previsto solo meses atrás. Adicionalmente, las condiciones financieras se mantienen estables, con algo de mayor volatilidad vinculada a los mercados emergentes y los mercados de renta fija en países desarrollados.

Por lo tanto, el menor crecimiento de la actividad respecto de lo proyectado posiblemente se vincule a factores internos. El consumo privado no ha estado ajeno a este fenómeno. En efecto, el aletargamiento de la industria se ha dado con algo de mayor fuerza en aquellas ramas industriales más sensibles al consumo interno, mientras las importaciones de consumo, las ventas de autos y las expectativas de los hogares se ubican en niveles relativamente altos, pero ya no muestran el fuerte incremento de meses recientes. Una posibilidad es que ello esté reflejando un proceso natural de acomodo transitorio del consumo durable frente a incrementos de *stocks* muy fuertes durante el segundo semestre del año pasado, y que pueden haberse confundido con una aceleración del gasto interno quizá demasiado persistente. Otra posibilidad es que se hayan producido noticias en el primer trimestre por el lado del ingreso de los hogares o el acceso al crédito que estén acotando el ritmo de expansión del gasto privado.

En el mercado laboral, la información más reciente indicó una cierta suavización del fortalecimiento que mostraba en los últimos meses. Junto con ello, se produjo un cambio en la composición del empleo, con un aletargamiento del empleo formal y un mayor dinamismo del resto de las ocupaciones. Las vacantes, por su parte, aunque tuvieron una caída relevante en febrero, se mantienen en niveles altos. Con todo, las actuales condiciones del mercado laboral son coherentes con la trayectoria esperada para la ocupación y la tasa de desempleo implícitas en el *Informe* de enero.

Por el lado del crédito, las colocaciones de consumo continúan dinámicas, mientras las tasas de colocación han reflejado con relativa rapidez el relajamiento monetario reciente. Solo las colocaciones hipotecarias han mostrado menor dinamismo. Más aún, la Encuesta sobre el Crédito Bancario de febrero muestra un aumento de la demanda, en especial de las empresas, y una mayor disposición para el otorgamiento de créditos bancarios en prácticamente todos los segmentos. Con todo, independientemente de cuáles sean las razones detrás de la menor expansión del consumo privado, por el momento no hay antecedentes que señalen que sean de índole permanente.

La formación bruta de capital fijo muestra un crecimiento interanual por debajo de lo previsto hace un mes, siendo ello el resultado tanto de la revisión al alza de los volúmenes de importación de maquinaria y equipos durante todo el año 2003 como de bajas cifras de importaciones en enero, de las que solo se tuvo confirmación una vez finalizados los ajustes metodológicos mencionados. Aunque la debilidad de este componente del gasto identificada hace algún tiempo parece persistir durante el primer trimestre, en términos coyunturales se aprecia que las importaciones de capital tuvieron un repunte en febrero y las ventas de bienes de capital de la industria se mantienen por sobre las del primer semestre del año pasado.

4



Por el lado de los precios, se estima que la inflación promedio del primer semestre de este año continúa acercándose a la cifra prevista en enero. Aunque se han observado registros inflacionarios subyacentes algo por debajo de lo esperado, no se atribuyen a una continuación de las fuertes caídas de alimentos no perecibles observadas hace algunos meses, sino que a menores precios en el rubro salud, fenómeno que podría deberse a un adelantamiento del traspaso de la apreciación cambiaria del cuarto trimestre del año pasado. Por ello no se considera que estas noticias impliquen un cambio de escenario de inflación para el futuro cercano. Por su parte, el precio de los combustibles y de algunas tarifas relevantes se han modificado al alza, debido al comportamiento del petróleo en los mercados externos y la depreciación del peso en semanas recientes. Así, se sigue esperando que la inflación en doce meses del IPC muestre cifras negativas en marzo y abril, para luego aumentar cuando se disipe la base de comparación del primer semestre del año pasado y la inflación mensual esté entre 0,2% y 0,3%, ritmo más coherente con la meta de inflación.

Es importante destacar que más allá de las noticias subyacentes recientes, durante este año se revisarán las tarifas de servicios de telefonía local. Por el momento, la propuesta dada a conocer por la Subsecretaría de Telecomunicaciones, implica una rebaja aproximada del 35% en el costo del servicio en Santiago, que es considerado en el IPC. Esto, tendría un efecto, por una vez, del orden de un punto porcentual en el IPC. Debido a que el proceso tarifario aún no está concluido, se considera que un movimiento de esta magnitud constituye solo una desviación respecto del escenario central.

Un punto que habrá que continuar observando con detención es el crecimiento de las remuneraciones nominales. Aunque ha descendido respecto del cuarto trimestre del año pasado, todavía queda un buen trecho para que se reflejen plenamente las bajas tasas de inflación recientes. De hecho, pareciera que la inflación de los salarios se ubica aún algo por encima de lo que indicarían las cláusulas de indización automática, tomando debida consideración de que éstas no permiten el reajuste negativo. En la dirección opuesta, el incremento de las expectativas de inflación que luego de publicado el *Informe* fue más bien tímido, se detuvo en semanas recientes y sigue aún por debajo del piso del rango meta.

Los antecedentes acumulados en el último mes son insuficientes para modificar el escenario de crecimiento o de inflación para este año. Será necesario disponer de cifras concretas de actividad para febrero, y sobre todo marzo, antes de considerar si el ritmo de expansión puede llevar a la economía a crecer fuera del rango previsto en el *Informe* de enero, especialmente a la luz de las positivas tendencias en el ámbito externo. Por otro lado, el pronto retorno a registros inflacionarios más acordes con la meta de inflación, debería incidir en las expectativas inflacionarias de los agentes en el horizonte habitual, y una desaceleración de las remuneraciones nominales menor a la prevista puede incluso acelerar el retorno de la inflación en doce meses al rango meta. Finalmente, la trayectoria esperada para el mediano plazo de los precios externos y del tipo de cambio se mantiene dentro de los rangos observados hace un par de meses. Es evidente que trayectorias significativamente distintas de éstas incidirían en las tendencias inflacionarias internas.

Se incorpora a la Sesión el señor Ministro de Hacienda, señor Nicolás Eyzaguirre Guzmán y la Asesora Macroeconómica del Ministerio de Hacienda, señora Bernardita Piedrabuena Keymer.

I. Escenario internacional

Durante el último mes se ha mantenido el favorable escenario externo que enfrenta la economía chilena, asociado, principalmente, a un significativo aumento en el precio del cobre y a la consolidación de las proyecciones de crecimiento mundial. Las condiciones financieras externas, en tanto, muestran un mejoramiento en el margen, aunque con cierta variabilidad.

4



Las proyecciones de crecimiento mundial se corrigen marginalmente al alza respecto del escenario considerado en la última reunión. Las revisiones de las últimas semanas afectaron principalmente a Asia, incluyendo a Japón. Las proyecciones más recientes de crecimiento mundial medidas a paridad del poder de compra de una muestra de bancos de inversión, se elevan a 4,7% y 4,2% para el año 2004 y el año 2005, respectivamente. Ponderado por los socios comerciales, el crecimiento mundial alcanza cifras de 4,2% el año 2004 y 3,6% el año 2005.

En relación con Estados Unidos de América el crecimiento esperado para 2004 se mantuvo en 4,8%, validado por indicadores de coyuntura principalmente vinculados a la actividad manufacturera. En ese contexto, destaca la revisión al alza de la inversión no residencial dentro del PIB del cuarto trimestre del año pasado, contribuyendo a atenuar la preocupación sobre el deterioro que han mostrado los indicadores de confianza de consumidores. En la zona euro, los datos recientes de confianza empresarial muestran señales mixtas en sus principales economías, reflejando alguna preocupación por el impacto que pudiera tener en el crecimiento la apreciación del euro. En Japón, en tanto, el sector externo sigue liderando el crecimiento, lo que se ha traducido no sólo en el significativo y sorprendente 7% de crecimiento trimestral anualizado en el último cuarto del año 2003, sino también en los datos de actividad industrial del presente año. Los datos del PIB del cuarto trimestre muestran los primeros indicios de una recuperación de la demanda interna, principalmente por la dinámica de la inversión privada no residencial, a lo que se suman indicadores de consumo positivos en enero de este año.

Desde la reunión pasada, y continuando con la tendencia que sigue desde fines del año pasado, el precio del cobre aumentó significativamente, superando US\$ 1,30 la libra en semanas recientes. Se estima que las mejores perspectivas para los principales consumidores de cobre (China y Estados Unidos de América), así como la menor oferta, pueden explicar una parte relevante del incremento de este precio. El nivel que alcanzan los fundamentales, en particular los inventarios, son coherentes con un precio del cobre entre 10% y 20% por debajo del precio actual. Adicionalmente, se ha observado una activa participación de *Hedge Funds*, que han introducido mayor volatilidad en este mercado.

El precio del petróleo, al igual que en enero, durante el último mes promedió US\$ 31 el barril, en algunos momentos superando los US\$ 34 el barril. La mantención de estos precios se explica por una demanda mayor que la esperada de los principales consumidores (Estados Unidos de América, China y Japón) en un mercado cuyos inventarios se encuentran en niveles históricamente bajos. A esto se suma el poco espacio existente para incrementar la oferta de crudo en la generalidad de los productores y el anuncio de recorte de cuotas por un millón de barriles al día decretado por la OPEP. En los últimos días se ha agregado, además, la incertidumbre política en Venezuela, quinto productor mundial. Lo anterior, aunque no modifica el escenario previsto en la anterior reunión, valida la revisión moderada al alza que en esa oportunidad se hizo respecto del escenario considerado en el *Informe*.

En cuanto a los mercados financieros desarrollados, las tasas largas en Estados Unidos de América han fluctuado en torno a 4%, con valores más recientes cercanos a 3,8%, 30 puntos base menos que al cierre de la reunión pasada, lo que indica que no hay antecedentes de que el inicio de alzas de tasas esté *ad-portas*. Mientras en Estados Unidos de América no se esperan movimientos sino hasta la segunda mitad del año, en la zona euro el mercado espera mayoritariamente un recorte adicional en el corto plazo. El rezago que pudiera sufrir la recuperación de la economía europea debido a la fuerte apreciación de su moneda, junto con una inflación cuatro décimas por debajo del 2%, son elementos que favorecerían esta decisión.

La cotización del dólar respecto del euro se encuentra en niveles similares a los registrados a comienzos de febrero, mientras que respecto del yen muestra una apreciación del 6% asociada a las continuas intervenciones de la autoridad monetaria japonesa. Esto último ha afectado positivamente la Bolsa de Japón, especialmente los sectores ligados a las exportaciones, mientras que las demás bolsas no presentan variaciones significativas. Respecto de la política monetaria, el inicio de un ciclo de alzas en las tasas de interés de política monetaria de las economías desarrolladas todavía no se visualiza como inminente.



Las condiciones financieras de las economías emergentes se han mantenido estables. Durante las últimas semanas, los *spreads* soberanos no han sufrido cambios relevantes en la generalidad de los países, aunque siguen por sobre los niveles vigentes al cierre del *Informe* de enero. Las bolsas, por su parte, aumentan en la mayor parte de los países, mientras las paridades de monedas permanecen relativamente estables. No obstante, Brasil ha mostrado disparidades respecto del resto de las economías, como consecuencia de los escándalos de corrupción que afectaron transitoriamente los mercados de este país, la interrupción del proceso de relajamiento monetario por presiones inflacionarias y discrepancias en este sentido entre las autoridades económicas.

II. Mercados financieros

Durante febrero las condiciones monetarias continuaron profundizando su grado de expansividad, evidenciándose el traspaso de las recientes reducciones de la tasa de política monetaria tanto en las tasas de interés que los bancos cobran a terceros, como en las menores tasas de interés de los instrumentos de renta fija públicos y privados.

De acuerdo con las expectativas para la tasa de política monetaria, implícitas en la curva *forward*, la expansividad de la política monetaria se mantendría por mayor tiempo que el esperado hace un mes. En efecto, el aplanamiento de esta curva respecto de la reunión anterior, implica que el alza esperada de la tasa rectora en el corto plazo se postergó. Con todo, se prevé un aumento de entre 25 y 50 puntos base en un horizonte de tres a seis meses, trayectoria similar a la que se deduce de la encuesta de expectativas de marzo del Banco Central de Chile.

Todas las tasas de interés de los documentos del Banco Central descendieron entre 20 y 30 puntos base desde la anterior reunión. En esto incidieron las reducciones de la tasa de política monetaria, las expectativas de mayor inflación para los próximos meses, en vista de la depreciación del tipo de cambio en las últimas semanas, y en lo más reciente menores expectativas de actividad, dadas las últimas cifras del Instituto Nacional de Estadísticas. Así, las tasas de interés de los BCU se sitúan en niveles levemente superiores a los mínimos históricos, 2,4% a cinco años y 3,6% a diez años, no observados desde fines de marzo de 2003. A su vez, las tasas de interés de los documentos nominales anotan los menores registros desde que se comenzaron a emitir, 2,6% y 4,1% a dos y cinco años, respectivamente. De igual manera, las tasas de interés de los documentos en pesos a menor plazo, aunque con cierta volatilidad, se han ajustado a la baja, situándose en lo más reciente hasta 30 puntos base por debajo la tasa de política monetaria.

Las tasas de interés de las operaciones de los bancos con terceros también mostraron en febrero la consolidación del traspaso de las recientes reducciones de la tasa de política monetaria. Esto fue especialmente visible en las tasas de interés de los créditos de consumo de uno a tres años plazo y en los créditos comerciales de 30 a 89 días. Al separar por monto de la operación, el mayor descenso de las tasas de interés se observa en las colocaciones de más de UF 5.000, usualmente asociadas a colocaciones de empresas, que caen en más de 80 puntos base en promedio.

La TIR media de los bonos corporativos presentó una trayectoria similar a la de los documentos del Banco Central al situarse en 5,0%, lo que representa un descenso cercano a 60 puntos base, respecto del promedio de enero. A partir de una desagregación de la base de transacciones diarias de instrumentos de renta fija de la Bolsa de Comercio de Santiago, se ha concluido que los bonos corporativos más representativos (por número de transacciones en el mercado) son aquellos bonos con clasificación AA con una duración promedio de entre tres y cinco años, equivalente a la de los BCU-5. El *spread* de estos instrumentos por sobre un BCU equivalente ha caído desde mediados de 2003, alcanzando a 157 puntos base en enero, nivel que aún es más alto que el promedio del 2000-2001 (130 puntos base). En tanto la TIR media de las letras hipotecarias se ubicó en el nivel histórico más bajo, 4,73% que se descompone en 4,7% y 5,9%, dependiendo de si la tasa de emisión es menor o mayor a 6%.



En enero, las colocaciones al sector privado aunque se mantuvieron en niveles altos detuvieron la tendencia creciente de los meses previos. Respecto de sus tasas de variación real anual, la de los créditos de consumo se mantuvo estable (17%), mientras la de los créditos de vivienda cayó marginalmente (11%). En el caso de los préstamos a empresas, su tasa de variación real anual tuvo un importante retroceso respecto de los últimos meses de 2003 (-1,3%). Para febrero, no se esperan mayores cambios en la dinámica de la deuda del sector privado, puesto que durante este mes solo las colocaciones efectivas en moneda nacional crecieron, lo que permite esperar un aumento solo en los créditos de consumo, y un aletargamiento de los créditos hipotecarios.

Por su parte, la encuesta sobre el Crédito Bancario de febrero evidencia un fortalecimiento de la demanda y una mayor disposición para el otorgamiento de créditos bancarios en prácticamente todos los segmentos. Continúan aumentando las solicitudes de crédito por parte de las grandes empresas, situación que ya se había destacado en la encuesta anterior. Estos resultados se asocian principalmente al mejoramiento de la percepción sobre el entorno macroeconómico y a la competencia más agresiva en la industria bancaria.

Respecto de los agregados monetarios, durante febrero el dinero presentó una variación mensual algo más alta que la proyectada a comienzos de mes, con lo que su tasa de variación en doce meses llegó a 15,3%. Esta cifra se reduciría a cerca del 7% en marzo, considerada la alta base de comparación del mismo mes de 2003. Los agregados más amplios, en tanto, tuvieron variaciones anuales levemente negativas. Esto se debió principalmente al ajuste en el portafolio de las Administradoras de Fondos de Pensiones por la ampliación del límite de inversión en el exterior desde 25% a 30% que rige a partir de marzo.

Tipo de cambio

La cotización de la divisa estadounidense cayó a su mínimo valor de las últimas semanas a mediados de febrero (\$ 571), para luego recuperarse y ubicarse en niveles por debajo de \$ 600 en la actualidad. Esto implica una depreciación del orden del 4% desde el promedio de febrero a la fecha. Un elemento determinante en la evolución del tipo de cambio bilateral ha sido la ganancia de valor del dólar en los mercados internacionales. En particular, desde la segunda quincena de febrero el yen y el euro se han depreciado en torno al 3,5% respecto del dólar. De esta forma, las medidas agregadas de tipo de cambio, TCM y TCM5, registran depreciaciones inferiores a la del tipo de cambio nominal.

En cuanto a las perspectivas para el tipo de cambio, reflejando el diferencial de tasas de interés de corto plazo muy reducido, las cotizaciones de *Bloomberg* indican que se mantendría en niveles similares a los actuales por los próximos doce meses. Sin embargo, la encuesta de expectativas de marzo indica una depreciación del orden del 3,5% para igual período.

En términos reales, en febrero el tipo de cambio presentó una depreciación del 2% respecto de enero. Para marzo, de acuerdo con los niveles más recientes del tipo de cambio nominal, el tipo de cambio real se ubica en 96 cifra superior a la de febrero último (94,3), y similar al promedio de 2001.

Los diferenciales de tasas de interés internas y externas continúan estables, con trayectorias similares en ambas tasas.

Bolsa

En febrero, la actividad bursátil de Chile destacó por sobre la de otros países, al aumentar el IPSA 9,5% en pesos y 10% en dólares, recuperando la caída de enero y acumulando una variación del 4,5% para el año en ambos casos. Uno de los sectores que registraron mayores incrementos fue el bancario, asociado a los buenos resultados de la banca en los últimos meses. Esta favorable evolución también se apreció en los ADR, donde el latino aumentó 5% y el chileno 8%.

4



El resto de las bolsas del mundo presentó trayectorias mixtas durante el mes, asociándose las variaciones positivas a la apreciación del dólar en los mercados internacionales. El *Dow Jones* aumentó 1% mientras el *Nasdaq* disminuyó 2%, acumulando ambos una variación del 1% durante el año.

III. Actividad y empleo

El crecimiento estimado para el PIB y la demanda en el año 2003 sufrió una leve corrección al alza, quedando ahora en 3,3% y 3,5%, respectivamente. Esto se debió a la revisión en la información de la demanda externa neta, debido a la incorporación de nuevos antecedentes de comercio exterior y cuentas nacionales. Como resultado, el valor real de las exportaciones de bienes y servicios para 2003 tuvo un incremento del 7,8% (+1,2 puntos porcentuales respecto de la estimación anterior). Por su parte, el volumen de las importaciones de bienes y servicios en 2003, pasó desde 7,2% a 8,8%.

En el primer trimestre de 2004, las proyecciones de crecimiento del PIB tuvieron un descenso respecto del mes anterior, ubicándose en la actualidad en 3,9%, por debajo de la cifra proyectada implícita en el *Informe de Política Monetaria*, del 4,3%.

La corrección a la baja en el crecimiento estimado de la minería e industria fueron los principales determinantes de este cambio. En el caso de la minería, se suman ajustes técnicos de índole temporal, que reducen en cerca de dos puntos porcentuales el crecimiento sectorial estimado del período. En cuanto al sector industrial, en enero tuvo un incremento de 1,6 puntos porcentuales por debajo de lo esperado lo que hizo descender el crecimiento proyectado para el primer trimestre al 2,3%.

El crecimiento estimado para la demanda interna en el primer trimestre del año tuvo una corrección algo mayor a la del PIB, pasando del 4,3% implícito en el *Informe de Política Monetaria* al 3,5%. El principal cambio se produjo en la formación bruta de capital fijo, cuyo incremento anual se redujo a prácticamente la mitad de lo estimado, debido al menor crecimiento del volumen de las importaciones de bienes de capital.

A los antecedentes coyunturales de enero y febrero se sumaron los cambios metodológicos mencionados más arriba. En su conjunto, se estima que alrededor de un tercio del cambio en la proyección de la demanda interna se asocia a estas modificaciones metodológicas. Respecto del PIB, el impacto de estos cambios se estima menor.

Con todo, el crecimiento desestacionalizado trimestre a trimestre del PIB estimado para los tres primeros meses de este año se ubica entre el 4% y 5%, con una tendencia cíclica que revela tasas de crecimiento mayores que las observadas durante el año pasado. Para el caso del gasto interno, en tanto, los mismos antecedentes revelan un menor dinamismo en el primer trimestre, pero dada la elevada volatilidad de esta serie ello no es extrapolable mecánicamente a los trimestres que vienen.

Consumo y existencias

En febrero se detuvo la mejoría de las expectativas de los consumidores. En efecto, de acuerdo con la información del Índice de Percepción Económica de Adimark, en febrero las expectativas de los agentes se mantuvieron en similar nivel al del mes previo, destacando la caída en la intención de compra de viviendas y de bienes durables.

Respecto de los indicadores parciales de consumo, el retraso de la información sectorial de los gremios no permitió disponer de antecedentes respecto del primer bimestre del año, con lo que al cierre de este Informe solo estaba disponible la información proporcionada por el Instituto Nacional de Estadísticas. De acuerdo con esta fuente, en enero las ventas industriales de bienes de consumo durable tuvieron un leve crecimiento en su tendencia al igual que el mes

49



previo. Por otra parte, a pesar de que las ventas de consumo habitual mostraron un estancamiento respecto del mes previo, sus niveles continuaron creciendo.

Por el lado de las importaciones de consumo, en febrero se apreció un crecimiento relevante, aunque con tasas instantáneas en el margen algo inferiores a las observadas durante el segundo semestre del año pasado. En cuanto a las existencias, la relación entre producción y ventas industriales del Instituto Nacional de Estadísticas, continúa más baja que en meses anteriores.

Formación bruta de capital

El incremento anual de la formación bruta de capital fijo estimado para el año 2003 tuvo una corrección al alza, debido al cambio implementado en el cálculo del deflactor de las importaciones de bienes de capital y su efecto sobre el componente de maquinaria y equipos. De esta forma, se estima que la formación bruta de capital fijo creció 4,8% en 2003, cerca de 2 puntos porcentuales por sobre la estimación anterior. En el primer trimestre de este año, el crecimiento de la formación bruta de capital fijo se corrigió a la baja tanto por el efecto base que provoca la corrección del año 2003, como por la estimación de menores valores en el primer cuarto del 2004.

Luego de los registros débiles de enero, los indicadores parciales de inversión en maquinaria y equipo muestran signos positivos. En particular, en febrero las importaciones de bienes de capital aumentaron en tendencia, ubicándose en los mayores niveles desde mediados de 2003. A su vez, en enero las ventas de bienes de capital, (INE), aumentaron respecto del mes previo, recuperando parte de la caída del último trimestre de 2003.

Política fiscal

Tanto el balance global como el estructural del Gobierno Central se ajustaron a la meta del año 2003: -0,8% y 0,9% del PIB, respectivamente. Básicamente, ambos resultados se obtuvieron gracias al superávit del cuarto trimestre del año —situación no observada desde 1997— consecuencia de un incremento de 13,3% en los ingresos (27,1% en diciembre) y de 7,9% en los gastos (6,8% en diciembre). Entre los ingresos, destacó el aumento de la recaudación tributaria (9,7% anual), producto del aumento del IVA (19,8%) explicado tanto por el aumento de la tasa de impuesto como por la menor evasión. Así, el balance global alcanzado en el año 2003 se obtuvo por aumento en los ingresos y gastos totales de 3,0% y 3,3% anual, respectivamente.

Las proyecciones de balance fiscal para el año 2003 se realizaron con un supuesto de precio del cobre de US\$ 0,83 por libra. Suponiendo un valor promedio de US\$ 1,20, se observaría una mejoría en el balance devengado del orden del 2% del PIB respecto de lo proyectado. En este escenario las cuentas fiscales devengadas mostrarían un superávit entre 1% y 2% del PIB.

El gasto con efecto macroeconómico, en el año 2003 creció 1,6%, cifra inferior a la considerada en la Ley de Presupuestos (3,4%). La inversión pública, en tanto, luego de una caída del 27,7% anual en el primer trimestre de 2003 se recuperó, anotando un incremento del 20,2% en el último cuarto del año.

Sector externo

En febrero, las exportaciones FOB ascendieron a US\$ 2.172 millones, lo que representa un aumento cercano al 40% respecto de igual mes del año pasado, básicamente vinculado a mayores precios de exportación. Las importaciones FOB, por su parte, crecieron cerca del 10% sumando US\$ 1.426 millones. Las primeras proyecciones para marzo indican expansiones anuales en las exportaciones e importaciones del orden del 45% y 30%

49



respectivamente. Con ello, el valor FOB de ventas y compras al exterior sería cercano a US\$ 2.570 y US\$ 1.810 millones, respectivamente.

Como se señaló y como se publicó en el Boletín Mensual de febrero, los datos de exportaciones e importaciones para el año 2003 se corrigieron al alza una vez considerados antecedentes nuevos de comercio exterior. En el caso de las exportaciones, los cambios se deben a la incorporación de cifras de los Índices de Valor y Volumen para 2003. Ese proceso se enmarca dentro de la habitual revisión de información al momento de publicar las estadísticas anuales de balanza de pagos.

Considerados estos cambios, el quantum del total de las exportaciones creció 7,2% el 2003, 0,7% por encima de la estimación anterior. Los cambios se dieron, con mayor preponderancia en el volumen de los envíos agrícolas e industriales.

Este cambio también implicó una revisión de las cifras estimadas para el primer trimestre de 2004. Así, se espera que las cantidades exportadas crecerán 7,3% en el período, casi 4 puntos porcentuales menos que en el último *Informe*, por una baja en los envíos mineros y agrícolas, además de los menores resultados de la zona franca. Con ello, los resultados en doce meses de minería, industria y agricultura serían de -1,0%, 14% y 8,7%, respectivamente.

En cuanto al volumen de las importaciones, se modificó al alza el crecimiento estimado para el año 2003, tanto para las internaciones de bienes de capital como para el agregado. Así, se estima que el quantum del total de las compras al exterior creció 9,7% en el año (+1,4 puntos porcentuales respecto de la estimación anterior), mientras el de las importaciones de bienes de capital aumentó 6,9% (+8,8 puntos porcentuales).

Respecto del primer trimestre de 2004, el crecimiento estimado para el volumen de las importaciones llegó al 6,6%, cifra que se compara con un 13,6% estimado en el *Informe de Política Monetaria*. La combinación de menores valores y la revisión al alza de la base de comparación del año 2003 debido al señalado cambio metodológico explica este resultado. La principal modificación es en el quantum de las internaciones de bienes de capital que cae de 19% a 1,2%, un tercio del cual es por el conjunto de cambios metodológicos.

Mercado laboral

Según la información del Instituto Nacional de Estadísticas, en el trimestre móvil finalizado en enero del 2004 el mercado laboral suavizó el fortalecimiento de los meses previos. Descontando los efectos estacionales, el empleo privado registró un aumento respecto de diciembre sólo del orden de tres mil puestos de trabajo. En particular, el empleo asalariado dejó de ser el de mayor crecimiento, siendo sectores secundarios los que adquirieron mayor preponderancia.

En cuanto a las vacantes de trabajo, pese a una fuerte disminución en febrero, su nivel desestacionalizado se mantuvo cercano a los niveles máximos de fines de 2003, por lo que aún es temprano para proyectar un debilitamiento del mercado laboral en los próximos meses a partir de esta información.

La tasa de desempleo, eliminados los factores estacionales, creció levemente respecto del trimestre precedente, situándose en 8,3%. En el caso de la población primaria (hombres entre 25 y 54 años), dicha tasa llegó a 6,6%, luego de mantenerse en 6,7% desde junio. En cuanto a la participación en el mercado laboral, destacó el aumento marginal en la de la población femenina.

Respecto de las categorías ocupacionales, el empleo de trabajadores por cuenta propia —alrededor del 26% del empleo total— fue el más dinámico en enero, creándose cerca de doce mil puestos de trabajo respecto del trimestre móvil precedente. Por su parte, el empleo de asalariados —64% del empleo total— prácticamente no varió en términos desestacionalizados.



Las demás categorías ocupacionales disminuyeron en el margen contrapesando el efecto de los trabajadores por cuenta propia sobre el empleo total.

IV. Precios

En febrero el IPC tuvo una variación del 0%, mientras que para el IPCX y el IPCX1 se registraron variaciones mensuales de -0,2% y 0%, respectivamente. Con esto, el incremento en doce meses del IPC llegó a 0%, mientras que el del IPCX se situó en 0,7% y el de IPCX1 en 1,1%. Medidas alternativas de inflación subyacente, como el IPCX2 y las medias podadas del IPC, IPCX e IPCX1 continuaron indicando descenso en sus tasas de variación en doce meses. En el caso del IPCX2, en febrero éste también tuvo una variación mensual de 0%. En cuanto a la mediana del IPCX1, su variación mensual no presenta cambios respecto del mes anterior; por otro lado la del IPCX1, eliminados los efectos estacionales, fue negativa al igual que en enero.

Respecto de la estimación para febrero contenida en el informe anterior, la principal diferencia se dio en el rubro salud el que tuvo un incremento bastante menor que el estimado, que explica casi la totalidad de la diferencia. En cuanto a los alimentos no perecibles, la información de febrero indica, luego de cinco meses, un aumento marginal en el precio promedio de estos bienes.

La ausencia de sorpresas relevantes en la inflación del mes cooperó en que las expectativas de corto plazo se validarán. De hecho, el error de estimación de febrero fue inferior al del mes previo.

Por el lado de los salarios, en enero el crecimiento anual de las remuneraciones nominales descendió por segundo mes consecutivo. Así, tanto el índice de remuneraciones por hora como el índice del costo de la mano de obra anotaron variaciones anuales del 3,3%. Pese a lo anterior, el incremento semestral de las remuneraciones es algo mayor que el esperado dada el habitual rezago entre salarios e inflación.

En línea con los salarios, la variación anual de los costos laborales unitarios también cayó durante enero, ubicándose en 3,3% para el costo laboral unitario privado y en 4,6% para el industrial.

Finalmente, las expectativas de inflación del sector privado muestran un panorama heterogéneo. Aquéllas deducidas del diferencial de tasas nominales y reales a dos y cinco años, muestran comportamiento disímiles desde la anterior reunión. Por un lado, a dos años plazo se apreció una caída desde niveles en torno al 1,5% al cierre de la reunión anterior, hacia cifras más cercanas al 1,0% en la actualidad. A cinco años plazo, en tanto, las expectativas se han mantenido en promedio en torno al 1,6% en el mismo período. Las expectativas de inflación de mesas de dinero, en tanto, muestran un leve aumento a un año plazo respecto de la anterior reunión (1,8% en marzo), al mismo tiempo que no se modifican para dos años plazo (2,4%). Por su parte, a marzo los resultados de la encuesta de expectativas al sector privado indican una inflación del 2,2% para uno año plazo, cifra levemente superior a la del mes pasado. A dos años plazo, por su parte, la inflación esperada, luego de dos meses, volvió al 3,0%.

Perspectivas de corto plazo

Estimaciones iniciales indican que en marzo el IPC tendría una variación del 0,4%, con lo que su tasa de variación en doce meses se situaría en -0,8%. El aumento del precio promedio de los combustibles, el alza de \$ 10 en el pasaje de la locomoción colectiva —que, de darse el escenario para el petróleo y el tipo de cambio, sería revertido en el curso del segundo trimestre— y el habitual reajuste de los servicios de educación explican esta proyección. En cuanto a la inflación subyacente, el incremento del IPCX en marzo sería del 0,2%, en tanto el



del IPCX se ubicaría en el 0,3%, con lo que la inflación anual de estos índices sería del 0,1% y 0,6%, respectivamente.

Este escenario de proyección de corto plazo considera una aceleración de la inflación subyacente hasta cifras mensuales de entre 0,4% y 0,5%, panorama que también se incorporaba en el último *Informe de Política Monetaria*. Estas cifras se ubican dentro del rango de proyecciones de modelos alternativos. Por ejemplo, el modelo de proyección del IPCX1 mediante vector autorregresivo indica una aceleración inflacionaria significativamente mayor en marzo y abril, para luego ubicarse en torno a las proyecciones presentadas en meses siguientes. Por otro lado, el modelo por componentes anticipa para fines del segundo trimestre que la inflación mensual del IPCX1 se ubicaría un par de décimas por debajo de las proyecciones precio a precio.

El Ministro de Hacienda, señor Nicolás Eyzaguirre G., señala que la tendencia a que el costo del capital disminuya tiene una incidencia en la proyección de las expectativas de inflación. A este respecto, el señor Ministro de Hacienda destaca la importancia del proceso de fijación de tarifas telefónicas que actualmente se encuentra en proceso de arbitraje y la próxima fijación de tarifas de agua. En general, señala el señor Ministro, se va a producir una tendencia a que el costo de capital baje y, más allá de cual sea la negociación particular en el caso de los teléfonos, dicha disminución es un elemento a observar en las fijaciones futuras de tarifas.

Indica que la recomendación de la División de Estudios está bien balanceada, sin embargo, existe una nota de cautela. En un mundo sin inercia, ya sea de las expectativas de inflación o de la actividad, no hay duda alguna que lo correcto cuando uno tiene una sorpresa es tomarse el tiempo para darse cuenta si esa sorpresa es transitoria o permanente. No obstante, en un mundo con inercia, esto es, si lo transitorio prueba ser más permanente, es más difícil romper la trayectoria cuanto más tiempo se tarde uno en romperla. Es posible que en los siguientes meses se presente cualquiera de estas dos situaciones. Una, que se pruebe que la hipótesis central, esto es, que el desvío fue transitorio y, que por lo tanto, las decisiones del pasado y la presente de mantener la tasa de instancia monetaria son las correctas. Sin embargo, si ocurriese que el futuro mostrara que más bien el desvío tiende a modificar la trayectoria, lo más apropiado sería mantener la tasa por un tiempo más largo o bajarla. El efecto correctivo sobre la trayectoria de la inflación y la actividad del nuevo curso de acción, ya sea de prolongar más la mantención de la tasa de instancia o bajarla, es más rápido cuanto más temprano se haga. No obstante, cree que el desvío es suficientemente transitorio como para que el peso de la inercia no se vuelva, en su opinión, un factor preocupante.

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 febrero, el Consejo decidió mantener la tasa de política en 1,75% anual. Se consideró que los antecedentes acumulados desde la última reunión afianzaban las proyecciones de actividad y precios del *Informe de Política Monetaria* y que, en su conjunto, no constituían grandes novedades.
2. Desde la última reunión las principales noticias son las siguientes:
 - Aunque la inflación del mes de febrero estuvo cerca de lo esperado, la inflación subyacente IPCX1 volvió a ubicarse por debajo de lo previsto, esta vez en torno a 3 décimas.



- Las expectativas inflacionarias de mediano y largo plazo muestran un comportamiento heterogéneo. Las de más largo plazo, implícitas en diferenciales de tasas de interés, aún no retornan a niveles coherentes con el centro del rango meta. Las de mediano plazo son comparables a las proyecciones internas de inflación.
 - El precio del cobre ha seguido aumentando, ubicándose incluso sobre US\$ 1,30 por libra en algunos días (la referencia del mes pasado era US\$ 1,15). El precio de la celulosa también ha mantenido la tendencia al alza.
 - El tipo de cambio ha continuado volátil y en los días recientes ha estado aproximadamente 3% más depreciado en términos reales que el nivel supuesto en la proyección del último Informe de Política Monetaria.
 - Ha continuado el traspaso de las últimas reducciones de la tasa de política monetaria hacia las tasas de interés de colocación.
 - Las proyecciones de actividad del primer trimestre de este año han sufrido una corrección a la baja (respecto del IPoM), motivada por antecedentes de los sectores minería e industria. Por el lado de la demanda interna, la inversión continúa con un patrón de poco dinamismo, por debajo de lo proyectado. A ello se suma que las cifras del mercado laboral han sido menos positivas que en los meses previos, mientras que el mejoramiento de las expectativas de los consumidores se ha detenido en el margen.
3. Aunque las señales recientes del sector real son, en promedio, menos robustas que lo esperado, no parecen constituir antecedentes suficientes para modificar el panorama de actividad e inflación de mediano plazo, el que continúa considerando una gradual aceleración económica y la convergencia de la inflación al centro del rango meta. Además de que estas señales de actividad y gasto pueden ser transitorias, ellas se podrían compensar con los efectos que cabe anticipar por las mejores noticias de los términos de intercambio. Con todo, se estima que el riesgo de que el crecimiento del año 2004 se ubique en la mitad inferior del rango de proyección ha aumentado.
4. Con los antecedentes revisados, y al igual que el mes pasado, la opción que aparece como la más plausible en esta reunión es mantener la tasa de política en su nivel actual.
5. En esta oportunidad hay argumentos que justifican descartar un aumento de la tasa de interés. Como se comentó, los indicadores de actividad aparecen menos robustos que lo esperado, lo que aumenta el riesgo de un cierre de holguras más pausado al previsto en las proyecciones y, eventualmente, presiones de precios en el futuro más acotadas. A ello se agregan los registros efectivos (en el margen) de inflación subyacente, los que continúan siendo menores que las cifras coherentes con la meta de inflación.
6. Por otro lado, no parece haber justificaciones de peso para disminuir aun más la tasa de interés.
7. En primer lugar, aparte de algunos problemas técnicos mayoritariamente transitorios en la minería, por ahora no hay razones claras que expliquen el "menor tono" de los indicadores de actividad, gasto y empleo conocidos durante el último mes. Ello hace esperable que tengan un componente transitorio. Además, las condiciones externas continúan mejorando, en particular los términos de intercambio, y las condiciones financieras en Chile siguen siendo abiertamente expansivas, incluso profundizándose en el margen (como lo reflejan las tasas de colocaciones), lo que respalda no modificar el escenario de crecimiento de mediano plazo, aun en un marco en que las proyecciones privadas se han ajustado marginalmente. Una interrogante que se levanta en este escenario en que se mantiene el panorama de crecimiento de la actividad a pesar de las mejores condiciones externas de los últimos dos meses —en particular el mayor precio del cobre— es si han aparecido nuevos factores que podrían estar limitando el
- 49



crecimiento de la economía (y que podrían explicar el menor tono comentado de las cifras). Es prematuro elaborar una respuesta sin tener más observaciones, lo que también favorece mantener la tasa de política monetaria a la espera de más antecedentes.

8. En segundo lugar, si bien es efectivo que hubo una sorpresa en el registro de inflación subyacente, no parece suficiente como para justificar un cambio de diagnóstico y/o de tasas. En efecto, la sorpresa de inflación fue acotada y puede atribuirse al traspaso de la apreciación del tipo de cambio observada en el segundo semestre del año pasado. Como se ha mencionado antes, el tipo de cambio tiene efectos sobre la estructura de costos y precios cuya extensión y, particularmente, oportunidad no son posibles de determinar con precisión. A ello se agrega el nivel y persistencia que ha alcanzado el precio del petróleo y el leve aumento que ha mostrado el tipo de cambio, que, de persistir, incrementarían las presiones inflacionarias futuras. Con todo, es importante considerar que el escenario central supone una aceleración de la inflación subyacente en los meses venideros. Su materialización será clave para validar este escenario.
9. En tercer lugar, tampoco hay noticias definitivas respecto de otros factores que normalmente influyen en la trayectoria que tomará la inflación. Las propias expectativas inflacionarias del público, la evolución de los costos laborales, el grado de compresión de los márgenes y elementos específicos como el resultado de algunos procesos de tarificación de servicios públicos han tenido cambios o han generado nuevos focos de incertidumbre para las proyecciones. Sin embargo, ninguno de estos elementos ha mostrado modificaciones que afecten de manera concluyente el escenario futuro de inflación. Esto también apoya la opción de mantener.
10. En conclusión, y al igual que el mes pasado, en esta reunión la opción de mantener parece ser la más indicada. Ello es plenamente coherente con las expectativas que tiene el mercado, que espera casi unánimemente que no cambie la tasa de política monetaria.

El Presidente ofrece la palabra para discutir las opciones.

El Gerente de Investigación de Económica, señor Klaus Schmidt-Hebbel, hace presente que en los últimos meses se observa una disonancia cognitiva entre las más recientes novedades en actividad y precios, y las noticias sobre algunos precios claves. Por una parte, indicadores recientes muestran una actividad más débil y presiones inflacionarias algo más moderadas de lo proyectado. Por otra parte, se manifiestan shocks intensos y no anticipados de precios claves, en particular del petróleo y del cobre, combinados con alguna depreciación no anticipada del tipo de cambio. De persistir estos shocks de precios, su combinación contribuiría a presiones más intensas sobre la demanda, la actividad y los precios en el futuro. En consideración de estos efectos contrapuestos se justifica, en su opinión, mantener la tasa actual y observar si persisten o se revierten estas novedades en los meses venideros.

El Consejero señor Marfán manifiesta que las perspectivas que se están evaluando con la información disponible hoy son similares a las de las reuniones de política monetaria de enero y febrero pasado, con un sesgo hacia un mejoramiento de los términos de intercambio, a una postergación de la aceleración de la actividad y una leve depreciación del peso. Estos cambios tienden a anularse entre sí respecto de su impacto sobre la inflación de mediano plazo, por lo que las proyecciones publicadas en el Informe de Política Monetaria siguen siendo válidas, también la estructura de tasas tiende a reflejar que las expectativas se han modificado levemente en la dirección de postergar un eventual aumento de la tasa de política monetaria en el futuro cercano. Por esas razones, mantiene el juicio expresado en la última reunión de política monetaria, en el sentido de mantener la actual tasa, en su nivel actual y, en la ausencia de imprevistos, hacerlo durante un período prolongado.



Señala el Consejero señor José De Gregorio, que desde fines del año 2003 la política monetaria ha aumentado significativamente su expansividad tras reducciones en la tasa de política monetaria de cien puntos base, esto fue la conclusión que alcanzamos a fines del año pasado ante un escenario de menores perspectivas inflacionarias. Si bien el escenario en materia de crecimiento no ha reflejado un desvío significativo ni mucho menos una desaceleración respecto a lo esperado, lo que primó, consistente con el esquema de política monetaria, fueron las perspectivas de permanecer por un tiempo prolongado por debajo del rango meta. Desde ese entonces, a su juicio, no ha habido un cambio importante en el escenario base que haga recomendable cambios en la instancia de la política monetaria. Las perspectivas inflacionarias no han cambiado aunque puntualmente en el mes de febrero se apreció una inflación subyacente algunas décimas debajo de lo previsto. En todo caso, las proyecciones de inflación se mantienen dentro de los rangos esperados, incluso la evolución reciente del tipo de cambio, aunque tampoco afecta en forma significativa las proyecciones si algo tendería a apurar la convergencia de la inflación al centro del rango meta. En conjunto con el leve descenso en la inflación subyacente los indicadores más recientes y puntuales de actividad estarían marginalmente por debajo de lo esperado. Las proyecciones de la División de Estudios para el primer semestre de este año se han corregido a la baja desde 4,3% en la última reunión de política monetaria a 3,9% en la actualidad. Este cambio sin embargo no afecta de manera relevante la proyección de crecimiento del PIB para el resto del año ni tampoco la trayectoria esperada para el resto de la inflación. Es cierto que existe el riesgo que se esté en una fase de crecimiento más lento con consecuencias adversas para el cumplimiento de la meta inflación. Pero aún es prematuro concluir que los datos recientes presenten un cambio de tendencia. Su impresión, basado en los antecedentes revisados en la mañana en la reunión de coyuntura y la discusión que allí se ha producido, es que este es un fenómeno puntual y el escenario base se mantiene como el más probable. Dado lo anterior, en la reunión de hoy no habrían antecedentes que justifiquen un cambio en la tasa de interés de política monetaria. No obstante cree que es importante que en el comunicado se reflejen estos nuevos desarrollos, lo que permite mantener una posición de cautela, sin compromiso respecto de movimientos futuros de la tasa de interés, como en algún momento ocurrió cuando anunciábamos que lo más probable era que en un plazo relativamente breve la política monetaria iría reduciendo su grado de expansividad. En dicha oportunidad era eso lo que indicaban las proyecciones y pareció razonable hacer dicha advertencia, pero los hechos posteriores fueron en la dirección opuesta. Señala el Consejero señor De Gregorio que cree que hoy es importante indicar un grado de neutralidad respecto de posibles movimientos futuros. Si bien es esperable una normalización de la política monetaria, los últimos antecedentes no permiten descartar que dicha normalización se puede demorar más de lo actualmente esperado y para la mayor efectividad de la política monetaria interesa que esto se refleje en todas las futuras tasas de interés.

El Consejero señor Jorge Desormeaux señala que concuerda con el análisis del Departamento de Estudios. Agrega que hoy día no se tienen antecedentes claros para cambiar su diagnóstico respecto de la evolución de la actividad del gasto y también de la inflación. Los antecedentes que se han entregado indican que se tiene una actividad marginalmente menos dinámica, una inflación subyacente algo por debajo de lo previsto, pero por otro lado un entorno externo más dinámico, y algunos precios como el del petróleo y el tipo de cambio que apuntan en la dirección contraria. Como se ha señalado, estos efectos tienden a compensarse y por el momento no cambian las tendencias proyectadas en el Informe de Política Monetaria de enero. Cree que si a esto se agrega que el mercado tampoco espera un cambio en la tasa de política monetaria tiene mucho sentido recoger la recomendación de la Gerencia de División Estudios en cuanto a esperar tener más información antes de comprometerse a realizar un cambio en la tasa de política monetaria.

La Consejera señora María Elena Ovalle declara que comparte la presentación de la Gerencia de División Estudios, que muestra un escenario externo más favorable en la mayoría de las economías salvo Europa. Sin embargo, indica que esto no se ve reflejado en la actividad interna, ya que aún no hay indicios concretos suficientes de una mayor expansión. Así la cifra del IMACEC de enero fue algo menor a lo esperado y las cifras sectoriales en la



producción industrial y minería también estuvieron por debajo de lo proyectado. Con todo, señala que no hay elementos suficientes para modificar el escenario, ni el rango de crecimiento contemplado en el Informe de Política Monetaria para este año.

El panorama inflacionario continúa dentro del rango meta en los próximos 24 meses. Si bien es efectivo que hubo una sorpresa en el registro de la inflación subyacente, no parece suficiente como para justificar un cambio de diagnóstico y/o de tasas. Se deduce que la sorpresa de inflación fue acotada y puede atribuirse al traspaso de la apreciación del tipo de cambio observada en el segundo semestre del año pasado. A ello, se agrega el nivel y persistencia que ha alcanzado el precio del petróleo y el leve aumento del tipo de cambio que, de persistir, incrementaría las presiones inflacionarias futuras. Es importante, considerar también que el escenario central supone una aceleración en la inflación subyacente en los meses venideros, por lo que su materialización será clave para validar este escenario.

Junto con lo anterior, no hay duda que la tasa de política monetaria es abiertamente expansiva, pero la actividad ha sido más débil aunque se sigue esperando que los indicadores confirmen las mejores perspectivas. Esta situación nos da tiempo para observar lo que ocurra con el ciclo de tasas en el resto de las economías, que se espera comiencen a subir sólo a partir del tercer o cuarto trimestre del presente año.

En base a los antecedentes presentados considera que la alternativa de una mantención, es la más apropiada en ésta oportunidad.

El Presidente señor Vittorio Corbo manifiesta que las proyecciones de inflación muestran que aunque esta medida en 12 meses momentáneamente estaría bajo cero por un par de meses, para terminar el año en torno al 2% y el próximo en torno a la meta, las inflaciones mensuales deberían retomar niveles consistentes con una inflación anualizada en torno al 3% a partir de marzo. Con estos niveles de inflación mensual las expectativas deberían continuar alineándose con la meta de inflación ayudando a la convergencia de ésta a su meta. De otra parte, aunque la situación internacional continúa mejorando y los términos de intercambio intensifican su mejora, el ritmo de crecimiento en la actividad y el gasto no refleja en su plenitud el mejor entorno externo. Así, no hay antecedentes nuevos que apunten a una recuperación más vigorosa de la actividad económica que pudiera resultar en una aceleración de la inflación por encima del 3% en el escenario de proyección. Por lo anterior, estima, que es recomendable continuar con el nivel actual de la tasa de interés de política monetaria.

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

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

60-01-040311 – Tasa de Política Monetaria.

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

Se retira de la Sesión el señor Ministro de Hacienda, señor Nicolás Eyzaguirre Guzmán y la Asesora Macroeconómica del Ministerio de Hacienda, señora Bernardita Piedrabuena Keymer.

III. Comunicado

“En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central resolvió, por unanimidad, mantener la tasa de interés de política monetaria en 1,75% anual.



La inflación del IPC ha seguido el curso previsto en los últimos dos meses, pero las cifras de inflación subyacente (IPCX e IPCX1, que excluyen algunos bienes cuyos precios son más volátiles) han sido algo menores que las esperadas. A ello se contrapone un precio del petróleo un poco más elevado y una leve depreciación del peso. En este cuadro, se mantiene la perspectiva de un aumento gradual de la inflación anual hasta 3% en el horizonte habitual de política de 24 meses, lo que incluye un incremento de los registros de la inflación mensual hasta niveles coherentes con el rango meta en los próximos meses.

Desde la última reunión, los términos de intercambio han seguido aumentando, especialmente gracias al inesperado y sustancial avance del precio del cobre, mientras las condiciones financieras globales se mantienen abiertamente expansivas. Sin embargo, los datos acerca de la marcha de la actividad interna en el primer trimestre apuntan a un menor dinamismo que el previsto. La evolución de los sectores minería e industria y la aún pausada expansión de la inversión explican este resultado. En su conjunto, estos antecedentes son insuficientes para modificar las proyecciones de crecimiento para el año contenidas en el último Informe de Política Monetaria.

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

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

JOSE DE GREGORIO REBECO
Vicepresidente

VITTORIO CORBO LIOI
Presidente

JORGE DESORMEAUX JIMENEZ
Consejero

MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera

MANUEL MARFAN LEWIS
Consejero

NICOLÁS EYZAGUIRRE GUZMÁN
Ministro de Hacienda

JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR
Ministro de Fe (S)



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION DE POLITICA MONETARIA N° 61
Celebrada el 15 de abril de 2004

En Santiago de Chile, a 15 de abril de 2004, siendo las 16,00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Vittorio Corbo Lioi y con la asistencia del Vicepresidente don José De Gregorio Rebeco y de los Consejeros señora María Elena Ovalle Molina, señor Jorge Desormeaux Jiménez y señor Manuel Marfán Lewis.

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

Asisten también los señores:

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

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

I. Fecha Sesión de Política Monetaria del mes de octubre de 2004.

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de octubre de 2004, para el día 12 de ese mes.

II. Exposición.

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

SÍNTESIS DEL MES

Luego de la debilidad mostrada por la actividad interna en enero, los antecedentes disponibles para febrero y marzo indican que la actividad y el gasto habrían retomado ritmos de crecimiento acordes con el escenario previsto hace tres meses. Mientras la producción y las ventas industriales anotaron en febrero tasas de crecimiento relevantes, las importaciones de marzo aumentaron las perspectivas de crecimiento de la formación bruta de capital fijo para el primer trimestre. Solo en la minería se aprecia una trayectoria de actividad menor que la prevista. Con relación a la inflación, la variación del IPCX1 estuvo por sobre lo esperado en marzo, lo que en algo compensa las sorpresas de meses previos. Los antecedentes relativos a costos y precios,



acumulados en los dos trimestres más recientes, llevan a evaluar que los márgenes presentan niveles relativamente descomprimidos, lo que indicaría que la persistencia de inflaciones subyacentes reducidas será algo mayor que lo previsto. En todo caso, ello no ha llevado a alterar de manera significativa las proyecciones de inflación anual del IPC para el corto plazo, debido al impacto del mayor precio de los combustibles en pesos.

El entorno externo que enfrenta la economía chilena continúa siendo positivo, pero sin mostrar ya mejoras sustantivas adicionales a las observadas durante febrero y marzo. En particular, el precio del cobre ha dejado de escalar, ubicándose por debajo de US\$ 1,4 por libra, manteniéndose además la proyección para este año de un precio promedio de entre US\$ 1,2 y US\$ 1,3 para el año 2004 y el año 2005. En términos de crecimiento, tampoco se aprecian cambios respecto a lo evaluado un mes atrás, aunque las mejores noticias del mercado laboral y la actividad industrial han consolidado el escenario central para Estados Unidos de América. Las tasas de interés externas de largo plazo han reflejado este panorama con incrementos significativos desde el mes pasado. No obstante lo anterior, no se aprecia un adelantamiento relevante del momento en que se iniciaría un ciclo de alzas de tasas en Estados Unidos de América, siendo algo menos probable un relajamiento adicional en Europa.

Cuotas de incertidumbre han provisto los atentados terroristas en Madrid y la mayor inestabilidad en Irak. El anterior es uno de los aspectos que han mantenido el precio del petróleo por sobre los valores previstos hace un tiempo, lo que lleva a modificar el precio promedio esperado para este año hasta cerca de US\$ 30 por barril. En el entorno regional, las monedas y las bolsas han presentado tendencias mixtas, siendo lo más destacable la incertidumbre respecto a la política de exportación de gas de Argentina y el tono del debate político en Brasil.

En Chile, las tasas de interés de largo plazo y el tipo de cambio han mostrado una reacción leve frente al conjunto de sucesos en la economía externa e interna. Las tasas de interés de largo plazo continúan en niveles muy reducidos, sin reflejar de manera sustantiva el incremento de las tasas en el exterior ni las mejores perspectivas para la actividad interna en el corto plazo, mientras que el peso mostró una tendencia a la apreciación luego de alcanzar niveles por sobre 620 pesos, pero manteniendo en lo que va de abril un valor promedio similar al de marzo. Lo más notorio en el mercado financiero nacional ha sido la consolidación de menores tasas de interés de colocación, en particular de créditos de consumo, fenómeno que con la información disponible a la fecha parece estar continuando en abril. Además, el crédito de consumo parece no disminuir su ritmo de crecimiento. Por el lado del crédito corporativo, a la trayectoria plana de las colocaciones bancarias se contrapone el repunte de las colocaciones de bonos, las que en marzo han vuelto a promedios coherentes, si no superiores, a los observados durante el año pasado.

La actividad del mes de febrero más que compensó el menor dinamismo que reveló la información de enero. En efecto, la actividad industrial mostró un crecimiento muy por encima de lo esperado, el que solo en parte puede atribuirse a corrección de irregularidades estacionales. En su conjunto, se puede apreciar que las sorpresas se dieron básicamente en rubros exportadores o vinculados a la actividad exportadora. La actividad minera, por el contrario, ha vuelto a corregirse a la baja, debido a fenómenos que solo en parte se estiman como transitorios. Por el lado del gasto interno, lo central ha sido el repunte de las importaciones de bienes de capital y su incidencia en el crecimiento de la formación bruta para el primer trimestre, el que ahora se estima algo por debajo de 6% anual. Otros antecedentes favorables para la inversión a futuro es el repunte de las expectativas empresariales medidas por ICARE/UAI, a excepción de la última medición, debido principalmente a las empresas mineras.

El consumo continúa en una tendencia de crecimiento, lo que se aprecia en la trayectoria de las importaciones y las ventas del comercio minorista. Por su lado, las expectativas de los hogares reflejaron un menor optimismo en la última medición, probablemente por el incremento del precio de los combustibles y las turbulencias noticiosas provenientes del exterior. Aunque en el mercado laboral el empleo no ha crecido tanto como el año pasado, la ocupación ha continuado aumentando de forma moderada y las vacantes revirtieron una fracción de su caída previa. En su conjunto, la información disponible no permite anticipar un menor empuje por el lado de los consumidores respecto de lo previsto.



En cuanto a las presiones inflacionarias provenientes del mercado laboral, aunque las remuneraciones nominales aparentemente están creciendo por sobre lo que señalarían las cláusulas de indización automática, no se estima que estén presionando los costos. En primer lugar, este ritmo de crecimiento compensa cifras de expansión de los salarios nominales durante el primer semestre del año pasado que no reflejaron el repunte inflacionario del primer semestre. En segundo lugar, la productividad del trabajo continúa recuperándose, principalmente en el sector industrial, lo que acota el incremento de los costos laborales unitarios.

Otro elemento que ha estado presente en la discusión respecto a las presiones inflacionarias subyacentes que son esperables en el corto plazo son los márgenes entre precios y costos. La evidencia más reciente muestra una expansión significativa de los márgenes aplicados sobre bienes durables en los últimos dos trimestres, gracias al efecto de la apreciación del peso. Por otro lado, los márgenes operacionales del comercio minorista también revelan un repunte, salvo el caso particular de la principal cadena de supermercados. En su conjunto, no se aprecia entonces que exista una discrepancia significativa entre el nivel de márgenes observados en la actualidad y el nivel correspondiente al largo plazo. Con ello, se modera en algunas décimas el panorama inflacionario mensual del IPCX1 para el segundo y tercer trimestre. La inflación anual del IPC hacia mediados de este año se mantiene en registros similares o quizá algo superiores a los previstos en enero, debido a la incidencia del mayor precio de los combustibles. El cambio tarifario más relevante en términos inflacionarios es el de la telefonía, cuya magnitud efectiva se conocerá recién en mayo. Finalmente, las distintas medidas de expectativas de inflación de mediano plazo no reflejaron con intensidad la cifra de inflación de marzo, y siguen ubicándose en torno al 2%.

I. Escenario internacional

Durante marzo se mantuvo el positivo escenario internacional que enfrenta la economía chilena, con una actividad mundial dinámica, un alto precio del cobre y condiciones financieras externas favorables. No obstante, han vuelto a tomar preponderancia escenarios de riesgo que en algún momento parecieron más atenuados, en particular relacionados con los atentados terroristas en Europa, la tensión en Medio Oriente y el alto precio del petróleo.

Las proyecciones de crecimiento mundial, para el año 2004 y el año 2005, no tuvieron cambios durante el último mes. Por zona geográfica, destacó el dinamismo de la economía japonesa, que compensó el de la zona euro, que se encuentra más rezagado respecto del resto del mundo.

En Estados Unidos de América, se mantiene el crecimiento esperado para este año, cifra que se ha consolidado por indicadores de coyuntura recientes, principalmente de actividad manufacturera y del mercado laboral. En la zona euro, por su parte, los datos recientes de confianza empresarial son menos positivos, reflejo de la preocupación por el impacto que pudiera tener la apreciación del euro sobre el crecimiento, y por una demanda interna que no muestra signos de recuperación. En Japón, el sector externo sigue liderando el crecimiento, traducido en un fuerte dinamismo de la actividad industrial, que lentamente ha comenzado a reflejarse en la demanda interna. La información del PIB del cuarto trimestre del año 2003, así como buenos indicadores de consumo en los primeros dos meses de 2004, contribuyen a afianzar estas perspectivas.

Durante marzo, el precio del cobre promedió US\$ 1,37 la libra, aunque con bastante volatilidad en la primera quincena, asociada principalmente a la participación activa de Hedge Funds. La evolución de este precio desde fines de 2003 ha estado explicada por: (1) la mayor actividad mundial, liderada por los principales consumidores de cobre: China, Estados Unidos de América y, más recientemente, Japón; (2) un aumento de la producción mundial del metal que sería menor al anticipado, y que ha agrandado de manera significativa el déficit de oferta estimado para el año 2004. Ambos factores han provocado una caída sostenida en los inventarios de cobre que, en las tres principales bolsas del mundo, alcanza al 40% desde diciembre pasado y al 17% en el último mes. Considerado lo anterior, los fundamentos de este mercado apoyan una proyección para el precio del cobre en el año 2004 y el año 2005 de US\$ 1,28 y US\$ 1,22,



respectivamente, ambas cifras sustancialmente más altas que las contempladas en el Informe de enero. La trayectoria, sin embargo, sería decreciente hacia el año 2005, considerando el desarrollo de nuevas inversiones y la reapertura de yacimientos.

Durante marzo, el petróleo promedió un precio en torno a US\$ 34 el barril Brent, con valores en los primeros días de abril que oscilan alrededor de US\$ 32. Estos altos precios se explican por una demanda superior a la esperada de los principales consumidores (Estados Unidos de América, China y Japón), inventarios históricamente bajos, el reducido espacio para incrementar la oferta de crudo y las presiones de algunos miembros de la OPEP para aumentar el techo de la banda, por la depreciación del dólar. Aunque a futuro se sigue esperando una caída gradual en el precio, los factores antes mencionados validan una importante revisión al alza respecto del Informe de Enero: US\$ 29,7 y US\$ 27 el barril para el año 2004 y el año 2005, respectivamente.

Durante el último mes, los mercados financieros de los países desarrollados han mostrado una importante volatilidad. Las tasas de interés de largo plazo, tanto en Estados Unidos de América como en Europa, luego de fuertes caídas a raíz de los atentados en España, recuperaron niveles, apoyadas por datos del sector real de Estados Unidos de América, ubicándose actualmente en valores cercanos al 4,2% en Estados Unidos de América y el 4,1% en Europa.

Durante el último mes, el dólar siguió una trayectoria de apreciación en los mercados internacionales. Esta se apoyó en las mejores expectativas de crecimiento de Estados Unidos de América en comparación con la zona euro, junto con un déficit de la cuenta corriente de Estados Unidos de América que mostró alguna mejora en el cuarto trimestre del año 2003. El yen, en tanto, se apreció cerca del 5% respecto del dólar desde la reunión pasada, asociado a rumores de menores intervenciones del Banco de Japón en el mercado cambiario.

Respecto de las tasas de interés de política, no se esperan movimientos en el futuro inmediato. En efecto, la Reserva Federal de Estados Unidos de América no iniciaría un ciclo de alzas de tasas sino hasta fines del año 2004, por cuanto, si bien antes podrían generarse condiciones que justificaran un alza de tasas, las elecciones presidenciales postergarían la decisión hacia el cierre del año. En la zona euro, en tanto, el recorte a la tasa de política que se esperaba hace algunas semanas actualmente se ve menos probable, gracias a la recuperación de la actividad mundial y a que la apreciación del euro se detuvo, no obstante que la demanda interna en Europa aún se ve muy débil.

Las condiciones financieras de las economías emergentes se han mantenido relativamente estables, pese a que el alza reciente de las tasas de interés de largo plazo en países desarrollados no ha sido completamente compensada por las reducciones de los spreads soberanos que muestra la generalidad de las economías. Por su parte, las bolsas y las paridades han mostrado trayectorias mixtas. En Brasil, se mantiene el ruido político asociado a los escándalos de corrupción y las discrepancias respecto del ritmo apropiado de relajamiento monetario, al mismo tiempo que las condiciones financieras muestran algún progreso respecto de la reunión pasada. En Argentina, en tanto, se mantienen dudas respecto de la real voluntad de su Gobierno de reinsertar la economía en los mercados internacionales. Estas se han agravado en los últimos días, ante la decisión de no respetar los contratos de suministro de gas a Chile.

II. Mercados financieros

En marzo se mantuvieron las condiciones monetarias expansivas de los meses previos. Estas se apreciaron en la trayectoria de las tasas de interés de los instrumentos de renta fija, tanto del Banco Central de Chile como privados, así como en las cobradas en los créditos de consumo, todas ellas con importantes bajas en el mes.

Las expectativas de que se mantenga esta expansividad, medidas por la curva forward, prácticamente no tuvieron cambios en el último mes. Así, se deduce un aumento esperado de la tasa de política monetaria de entre 50 puntos y 75 puntos base en un horizonte de seis a nueve meses. Una trayectoria similar anticipa la encuesta de expectativas de abril del Banco Central de Chile.



Durante el último mes, las tasas de interés de los documentos del Banco Central presentaron una trayectoria en forma de "U", cayendo a mínimos históricos para luego recuperarse y volver a niveles similares o algo mayores a los prevalecientes en la anterior reunión de política monetaria. Entre los factores que incidieron en esa evolución se encuentran las expectativas de mayor inflación para los próximos meses y los positivos datos de actividad industrial de febrero. Con todo, las tasas de interés de los Pagarés Reajustables del Banco Central se sitúan en 2,3% a cinco años y 3,6% a diez años. Las tasas de interés de los documentos nominales presentan valores en torno al 2,7% y 4,3% a dos y cinco años, respectivamente, y las tasas de interés de los documentos en pesos de menor plazo mantienen la brecha de más de 20 puntos base por debajo de la tasa de política monetaria.

Respecto de las tasas de interés que la banca cobra en sus operaciones con el público, durante marzo continuó el proceso de reducción de tasas de colocación, los que han llegado a superar la reducción reciente de la tasa de política monetaria. Efectivamente, las tasas de interés de los créditos de consumo a más de un año plazo registran descensos de más de 300 puntos base respecto del promedio de febrero.

En marzo, la tasa interna de retorno media de los documentos de renta fija privados fue de 4,3%, equivalente a un descenso promedio del orden de veinte puntos base respecto del promedio de febrero. De la desagregación de la base de transacciones diarias de instrumentos de renta fija de la Bolsa de Comercio de Santiago, se observa que el spread de los bonos corporativos con clasificación AA sobre un Pagaré Reajutable del Banco Central equivalente alcanza a 158 puntos base en marzo, nivel similar al promedio de los dos primeros meses del año. Cabe destacar que en marzo se retomaron las colocaciones de bonos, alcanzando a UF 4 millones, con lo que el acumulado del año llegó a UF 10 millones, equivalente a 10% de lo emitido durante todo el 2003. Para las letras hipotecarias, en marzo la tasa interna de retorno media se descompone en 4,4% y 5,6%, dependiendo de si la tasa de emisión es menor o mayor que 6%, valores entre 30 puntos y 40 puntos base menores que los del mes anterior y que constituyen mínimos históricos.

En febrero, las colocaciones al sector privado se mantuvieron constantes. Este comportamiento, en general, se repitió en las agregaciones por destino: personas y empresas. La excepción correspondió a los créditos de consumo, que continuaron con el dinamismo de los meses previos. Para marzo, se espera que la dinámica de la deuda del sector privado sea similar a la de febrero.

Respecto de los agregados monetarios, durante marzo, tal como se había anticipado, el dinero presentó una variación nominal en doce meses de 7%. Los agregados más amplios, M2A y M7, mantuvieron las variaciones anuales negativas (-1,1%). Esto sigue siendo explicado por el ajuste de portafolio de las Administradoras de Fondos de Pensiones, y su preferencia hacia inversiones en el exterior en desmedro de instrumentos financieros de renta fija locales.

Tipo de cambio

Desde la anterior reunión, el tipo de cambio ha mostrado importantes oscilaciones, con una cotización que fluctuó entre \$ 600 y \$ 625 por dólar, explicada, en gran medida, por el movimiento del dólar en los mercados internacionales. Con todo, el actual nivel del tipo de cambio (en torno a \$ 600) equivale a una depreciación del orden del 1% respecto de los días previos a la última reunión. Medido respecto de una canasta más amplia de monedas, la depreciación del TCM y del TCM-5 es similar a la del tipo de cambio observado en igual período.

En cuanto a las perspectivas, las cotizaciones de Bloomberg indican que el tipo de cambio se mantendría por los próximos doce meses. Por su parte, de los resultados de la encuesta de expectativas de abril no esperan movimientos relevantes del tipo de cambio en el horizonte de un año.

En marzo el tipo de cambio real se depreció 2,6% respecto del mes anterior. De acuerdo con los datos conocidos de abril, su nivel para el mes sería igual al de marzo.



La evolución del diferencial entre tasas de interés internas y externas presenta diferencias en sus dos versiones. Así, mientras el diferencial real se mantuvo constante, el nominal disminuyó como consecuencia del aumento en las tasas de interés de largo plazo en los Estados Unidos de América.

Bolsas

Una trayectoria volátil han tenido las bolsas desde el cierre de la anterior minuta. Así, luego de caídas importantes tras los atentados en Madrid, en los primeros días de abril estos indicadores se recuperaron. A la fecha, el Dow Jones aumentó 2% y el Nasdaq 5%.

En el mercado bursátil local, a las noticias externas se sumaron las novedades respecto de las tarifas telefónicas y eléctricas, los problemas con el suministro de gas desde Argentina y aumentos del precio de las acciones del sector minorista. Ello implicó que, en relación con la anterior reunión, el IPSA disminuyera 1,6% en pesos y 2,8% en dólares. Dado lo anterior, en lo que va corrido del año, el IPSA acumula una variación de 0,3% en pesos y -0,4% en dólares.

III. Actividad y empleo

La proyección de crecimiento del PIB para el primer trimestre del año 2004 tuvo una notoria corrección al alza respecto del mes anterior, ubicándose en el 4,5%. El mejor resultado de la industria en febrero, que predominó sobre el menor dinamismo de la minería, explica este cambio.

Durante febrero, la industria medida por las Cuentas Nacionales creció un 6,3% anual, cifra que resultó 7,5 puntos porcentuales por sobre lo esperado. La suma de importantes aumentos de la producción en sectores ligados al mercado externo y la corrección de las irregularidades de enero, explicaron este aumento. Por el contrario, la actividad de la minería tuvo una corrección a la baja en su tasa de crecimiento anual, básicamente concentrada en febrero, debido tanto a fenómenos que se estiman de carácter transitorio como permanente.

Para el segundo cuarto del año se proyecta que el PIB crecería un 4,5%. El dinamismo de los sectores minería, agricultura, construcción y comercio, explican parte importante de este resultado.

La tasa de crecimiento anual de la demanda interna para el primer trimestre del año tuvo una importante corrección al alza en el curso del mes, producto de las mayores importaciones estimadas para el período. Este factor también explicó las mejores proyecciones para la formación bruta de capital fijo, a partir de un aumento de las importaciones de bienes de capital. Para el segundo trimestre, se estima que la demanda crecería un 4,7%, principalmente por la evolución del consumo privado. En cuanto a la formación bruta de capital fijo, se espera una leve alza, generada por la alta base de comparación de igual período del año 2003.

Consumo y existencias

Los indicadores parciales de consumo, particularmente del componente durable, continúan con una tendencia positiva. Las ventas de este tipo de bienes informadas por la Cámara Nacional de Comercio tuvieron un importante aumento de nivel en el período, al mismo tiempo que las ventas de automóviles recuperaron parte de la caída del último cuarto del año 2003. Similar comportamiento tienen las medidas de consumo habitual —ventas de supermercados Instituto Nacional de Estadísticas y Cámara Nacional de Comercio— que continúan con una tendencia creciente.

En marzo, el volumen total de las importaciones de bienes de consumo continuó creciendo, comportamiento que no se reprodujo al considerar solo las internaciones de bienes durables.



Las expectativas de los consumidores continuaron estancadas en marzo, pese a ubicarse por sobre las de fines del año 2003. Por un lado, de acuerdo con la información de Adimark, en marzo se observó una leve caída respecto del mes anterior en el indicador de perspectivas económicas, la que fue común a todas las categorías del índice. Medidas alternativas de expectativas del consumidor, como por ejemplo el índice de la Universidad del Desarrollo, indican un importante mejoramiento en la confianza respecto de diciembre recién pasado. Situación similar se aprecia en la evolución del índice de confianza empresarial de ICARE, que en marzo se ubica en un nivel inferior a febrero, pero a la vez significativamente por sobre fines del año 2003. La caída en la última medición corresponde, principalmente, a las empresas mineras, probablemente por el efecto de la discusión pública respecto del tema del royalty. En la construcción, aun cuando es el sector más estable en cuanto a sus expectativas, destaca un incremento pronunciado en los costos de los insumos utilizados por las empresas del sector.

En cuanto a las existencias, los datos recogidos de las Fecu del último trimestre del año 2003 muestran un aumento de los inventarios por tercer trimestre consecutivo. Para el primer trimestre del año, la información sobre inventarios que recoge el índice de confianza empresarial señala menores niveles para el comercio y un incremento para la industria, siendo esto último coherente con la evolución de la razón producción a ventas del sector. Considerando las cifras de cuentas nacionales, en el primer trimestre del año 2004 las existencias mostraron una acumulación respecto del trimestre previo, tendencia que se espera se acentúe el segundo cuarto de este año.

Formación bruta de capital

La inversión en maquinaria y equipos tuvo un favorable comportamiento en el mes de marzo. Este se reflejó en un aumento de las importaciones de bienes de capital de 16,9% en términos reales. Las ventas industriales de bienes de capital (INE) tuvieron en febrero un aumento del 24% anual, pese a que en tendencia indicaron una caída en el margen.

En cuanto al componente inmobiliario de la inversión, las ventas de viviendas nuevas del primer bimestre del año 2004 muestran un relativo estancamiento en torno a las 900 unidades. Con esto el número de meses necesarios para agotar el stock llegó a 18.

La rentabilidad de los negocios muestra una relativa estabilidad en el cuarto trimestre del año 2003, aunque todavía por debajo de los niveles previos al año 1998. En su conjunto, estos antecedentes permiten afirmar el escenario de recuperación de la inversión considerado hace un par de meses, gracias a la gradual convergencia de la formación bruta de capital a sus determinantes.

Política fiscal

En enero, el balance global del Gobierno Central estimado en base caja fue de -1,0% del PIB medido como año móvil. Esto se explicó por una caída de los ingresos reales (1,9% anual) por menores ingresos tributarios, y un aumento de los gastos en términos reales (4,4% anual), consecuencia de mayores prestaciones previsionales.

En términos de promedios móviles trimestrales, tanto los ingresos totales como los tributarios se desaceleraron en relación con el alto nivel alcanzado en el mes de diciembre. El gasto total y con efecto macroeconómico, en cambio, continuó desacelerándose. La inversión pública, por su parte, continuó mostrando un crecimiento superior al 20%, que se mantiene desde el mes de noviembre del año pasado.

Sector externo

En marzo, las exportaciones FOB ascendieron a US\$ 2.952 millones, lo que representó un aumento por sobre el 60% respecto de igual mes del año anterior. Esta situación se explica tanto por los mayores precios (31%) como por un mayor volumen (25%) de exportación. Las importaciones FOB, a su vez, crecieron cerca del 40%, alcanzando a US\$ 1.967 millones,



debido a un crecimiento superior al 35% en los quantum, principalmente de bienes intermedios y de consumo.

En el primer trimestre del año, el volumen total de las exportaciones creció por sobre el 11% en términos anuales, cerca de 4 puntos porcentuales por sobre el estimado en la reunión anterior. Parte importante de la corrección se explica por los mayores envíos industriales y mineros. En cuanto a las importaciones, en el primer trimestre el crecimiento del quantum fue del 13% anual (+6 puntos porcentuales respecto de la anterior estimación), con incrementos especialmente importantes en las internaciones de bienes de consumo y de capital.

Respecto del segundo trimestre del año 2004, se estima un incremento levemente superior al 10% para el volumen tanto de las exportaciones como de las importaciones. En las primeras se destaca el aumento esperado en los envíos mineros (15%). En las compras al exterior, el crecimiento anual se concentraría en las internaciones de bienes de consumo (30%) e intermedios (13%).

Para abril, en tanto, se estima que el valor FOB de ventas y compras al exterior sería cercano a US\$ 2.380 y US\$ 1.560 millones, respectivamente.

Mercado laboral

Según la información del Instituto Nacional de Estadísticas, en el trimestre móvil finalizado en febrero del año 2004 el mercado laboral no tuvo grandes cambios respecto del mes de enero. Descontando los efectos estacionales, en febrero se generaron alrededor de dos mil puestos de trabajo, ligados a sectores secundarios, mayoritariamente agrícolas. La ocupación de sectores primarios no registró cambios relevantes. Cabe destacar la importante disminución de los subsidios a la contratación.

Las vacantes de trabajo, por su parte, revirtieron parte de la caída del mes anterior, lo que podría indicar la transitoriedad de la información del mes de febrero.

La tasa de desempleo, eliminados factores estacionales, se mantuvo respecto del trimestre precedente. En el caso de la población primaria (hombres entre 25 y 54 años), dicha tasa registró una leve caída en el margen — 0,1 punto porcentual—. En cuanto a la participación en el mercado laboral, destacó el aumento marginal de la población femenina por cuarto mes consecutivo.

Por categorías ocupacionales, el empleo de trabajadores por cuenta propia y familiares no remunerados —alrededor del 28% del empleo total— fue el más dinámico en febrero, creando cerca de diez mil puestos de trabajo respecto del trimestre móvil precedente. Por su parte, el empleo de asalariados —64% del empleo total— prácticamente no varió en términos desestacionalizados.

IV. Precios

En marzo, el IPC tuvo una variación del 0,4%, cifra que fue 0,3% y 0,6% para el IPCX y el IPCX1, respectivamente. Así, el incremento en doce meses del IPC llegó a -0,7%, mientras que el del IPCX se situó en 0,3% y el de IPCX1 en 0,9%.

Medidas alternativas de inflación subyacente, como el IPCX2 y las medias podadas del IPC e IPCX continuaron indicando descensos en sus tasas de variación en doce meses. En cuanto al IPCX1, la generalidad de sus medidas mostró un incremento. En efecto, la mediana de las variaciones mensuales del IPCX1 aumentó respecto del mes anterior, lo mismo que el incremento mensual desestacionalizado de este índice.

La inflación de marzo respondió a la estacionalidad habitual del mes, pero con una trayectoria del rubro educación por sobre lo previsto, lo que incidió en que la inflación del IPCX1 se ubicara dos décimas por encima de la proyección del mes pasado. El efecto sobre el IPC se vio mitigado por sorpresas en otros rubros, básicamente vivienda, debido esto último a la



trayectoria del precio del gas. Los precios de los productos médicos, que en los meses de enero y febrero fueron una fuente de sorpresas, esta vez no tuvieron cambios relevantes.

La evolución reciente de los márgenes de comercialización indica una menor compresión respecto de períodos previos. Las medidas de márgenes para bienes durables muestran un importante aumento en el último trimestre del año 2003, fenómeno asociado principalmente a la apreciación del peso. En particular, el margen de comercialización para automóviles nuevos a fines del año 2003 era mayor que el promedio de 1999-2002. Medidos respecto de la relación entre precios del IPC e IPM para un subconjunto de precios de bienes durables, se aprecia un aumento importante entre mediados del año 2003 y el primer trimestre del año 2004.

No obstante lo anterior, la información proveniente de las Fecu del cuarto trimestre del año 2003, muestra una evolución contrapuesta entre los márgenes operacionales del comercio y de los supermercados, aunque estos últimos estuvieron afectados por un importante descenso, atribuible a los resultados de una cadena en particular. El comercio, como un todo, aumentó sus márgenes, reflejando los buenos resultados del sector minorista, en particular las grandes tiendas incluidas en esta medición.

Por el lado de los salarios, en el mes de febrero el incremento anual de las remuneraciones nominales continuó disminuyendo. Así, el índice de remuneraciones por hora registró una variación anual del 3,1%, a la vez que el costo de la mano de obra mantuvo su crecimiento en torno al 3,3%.

Pese a lo anterior, la evolución reciente de los salarios señala que la velocidad a la que se están incrementando las remuneraciones no pareciera ser coherente con las habituales cláusulas de indización y otros indicadores. En efecto, proyecciones dinámicas de los salarios realizadas desde principios del año 2003 indican que en la actualidad el crecimiento de las remuneraciones debiese ser entre medio punto y un punto porcentual por debajo de lo observado. Sin embargo, estas mismas proyecciones indicaban incrementos salariales mayores a los efectivos para el segundo trimestre del año 2003, por lo que su actual aumento estaría compensando los menores crecimientos del año pasado. En todo caso, se espera que el crecimiento de las remuneraciones continúe disminuyendo en el corto plazo.

La tasa de crecimiento anual de los costos laborales unitarios cayó durante febrero. Los costos laborales unitarios medidos a partir del empleo productivo y el costo de la mano de obra también mostraron un descenso de sus tasas de crecimiento anual.

Las expectativas de inflación del sector privado, en general han mostrado una trayectoria más bien al alza, aunque con vaivenes. Así, las que se deducen de la encuesta de las mesas de dinero se sitúan en niveles similares a los prevalecientes en la reunión pasada, 1,8% y 2,45% a uno y dos años, respectivamente. Por su parte, las inferidas del diferencial de tasas nominales y reales a dos y cinco años, exhiben niveles por sobre los vigentes hace un mes. A dos años plazo se apreció un aumento desde cifras en torno al 1,5% al cierre de la reunión anterior, hacia valores por sobre el 2% en la actualidad. A cinco años plazo, en tanto, las expectativas aumentaron desde 1,7% a 2% en igual lapso. Por su parte, los resultados de la encuesta de expectativas al sector privado indican una inflación del 2,4% a un año plazo, cifra superior al 2,2% del mes pasado. A dos años plazo, la inflación esperada descendió al 2,9% (3% en marzo).

Perspectivas de corto plazo

Estimaciones iniciales indican para abril una variación del IPC del 0,3%, con lo que su tasa de variación en doce meses se situaría en -0,3%. Lo anterior resulta del aumento del precio promedio de los combustibles, el remanente del reajuste de \$ 10 de la tarifa de la locomoción colectiva de marzo y reajustes en los servicios básicos. El IPCX y el IPCX1 tendrían incrementos mensuales de magnitud similar.



Para el segundo trimestre se anticipa una inflación promedio anual del orden del -0,3%, con una inflación en doce meses que permanecería en cifras negativas por todo el período. Este escenario varía del conocido con anterioridad en el menor valor considerado para el tipo de cambio y en el mayor precio del petróleo. A esto se suma una menor inflación estimada para el IPCX1, apoyada por la evolución reciente de los márgenes. En efecto, la menor compresión de los márgenes implica menor presión de este frente sobre los precios y, por lo tanto, menor inflación subyacente para el segundo y tercer trimestres.

El cambio en la inflación estimada del IPCX es algo mayor al del IPCX1, debido al efecto que se espera tenga el nuevo decreto tarifario del sector telefónico que comenzará a operar en mayo. Por el momento, el escenario base considera una caída aproximada del 10% en las tarifas, cerca de un tercio de la caída propuesta por la Subsecretaría de Telecomunicaciones a comienzos del mes de marzo. A lo anterior se agrega una reducción de \$ 10 en el pasaje de la locomoción colectiva durante el segundo trimestre.

Respecto del efecto de los problemas de suministro de gas natural, tanto las tarifas eléctricas como el costo del servicio de gas, incorporan aumentos de entre 3% y 5% por este concepto. Para el tercer trimestre se espera que el IPC promedie una inflación anual levemente negativa. En igual lapso, la inflación del IPCX1 sería de 1,2% promedio anual y la del IPCX, de 0,6%.

Modelos alternativos indican trayectorias que son algo distintas, ubicándose la proyección previamente comentada dentro del rango definido por estos modelos alternativos. Por un lado, la estimación del IPCX1 a través de un modelo de componentes señala una inflación del IPCX1 del 1,5% para fines del tercer trimestre. Estimada a partir de un vector regresivo la inflación del IPCX1 sería de 0,8% a igual fecha.

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

El Gerente de División Internacional, señor Esteban Jadresic hace presente un tema que ha generado cierta preocupación en las últimas semanas y que se refiere al incremento del costo internacional del transporte marítimo. Señala que de acuerdo a información existente, éste habría aumentado en torno a un 140% en los últimos doce meses. Las razones dicen relación con un aumento en la demanda de buques y una oferta limitada. El año pasado la demanda por transporte marítimo creció en un 9,5% mientras la flota sólo en un 3,9%. Todo esto no se ha reflejado hasta ahora en un cambio de magnitud comparable en el costo de los fletes de nuestras importaciones y exportaciones, según cifras de comercio exterior de este año, pero hay que considerar que hay un rezago natural entre la negociación de los contratos y la realización de los embarques. Considera relevante evaluar y tener presentes las implicancias internas de esta situación, incluyendo sobre la inflación.

El Gerente de División Estudios, señor Rodrigo Valdés indica que es difícil saber la magnitud del shock que se enfrenta, pero por ahora se podría suponer que es un 30%, que es lo que se ha podido recabar en la prensa y en los gremios. Considerando que el promedio de las importaciones que son más importantes para el IPC tienen un componente costo-transporte aproximado del 10%, ello significaría un par de décimas de mayor inflación en el horizonte habitual. Señala, en todo caso, que está por verse cuánto es el tamaño del shock inicial.

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 marzo, el Consejo decidió mantener la tasa de interés de política en 1,75% anual. En esta decisión se consideró que se mantenía la perspectiva de un aumento gradual de la inflación anual hasta 3% en el horizonte habitual de política y que los antecedentes del sector real —en particular, mayores términos de intercambio y datos efectivos de enero menos dinámicos que los esperados— eran insuficientes para modificar las proyecciones de crecimiento para el año contenidas en el último Informe de Política Monetaria.
2. Desde la última reunión las principales noticias son las siguientes:
 - Los datos de actividad de febrero —en particular los del sector industrial— y los antecedentes preliminares de marzo dan cuenta de que la actividad del primer trimestre ha vuelto a estar en línea con lo esperado en el Informe de Política Monetaria, e incluso algo por encima de ese valor. Ello confirma que el menor tono de las cifras conocidas el mes anterior respondía a un componente transitorio. A esto se suma que la minería continúa mostrando registros menores a los previstos, los que tendrían un componente transitorio, y que los antecedentes de inversión muestran en el margen algo de mayor dinamismo. Con todo, los indicadores de expectativas de consumidores han disminuido mientras el mercado laboral no muestra grandes cambios.
 - La inflación del mes de marzo estuvo dentro de lo esperado internamente, mientras que la inflación subyacente IPCX1 se ubicó por primera vez en ocho meses por encima de lo previsto (esta vez en cerca de dos décimas).
 - Las expectativas inflacionarias de mediano y largo plazo han mostrado una trayectoria moderada al alza. Las de más largo plazo, implícitas en diferenciales de tasas de interés, se han ubicado dentro del rango meta.
 - Aunque tanto el precio del cobre como el tipo de cambio aumentaron durante las últimas semanas, en lo más reciente ambos han vuelto a niveles comparables con los observados antes de la reunión anterior. El precio del cobre, en todo caso, sigue ubicándose sustancialmente por sobre lo considerado en el Informe de Política Monetaria, mientras el tipo de cambio está aproximadamente 3% más depreciado en términos reales que lo considerado en enero y es comparable al observado antes de la reunión anterior.
 - Las condiciones monetarias expansivas se aprecian en varios frentes: en las tasas de interés de créditos bancarios (que han disminuido muy sustancialmente desde enero), en las tasas hipotecarias, en los *spreads* de la deuda corporativa interna, en el volumen de crédito de consumo y en las colocaciones de bonos de empresas. Las tasas de interés de largo plazo de los documentos del Banco Central de Chile parecen haber aumentado menos que lo que indicaría la evolución de las tasas externas, las que se han incrementado fuertemente durante los últimos días.
3. Con los antecedentes revisados, y al igual que en los últimos dos meses, la opción que aparece como la más plausible en esta reunión es mantener la tasa de política en su nivel actual. Esta opción, sin embargo, aparece como algo menos evidente que en reuniones pasadas.

ph



4. Basándose exclusivamente en los datos de actividad e inflación conocidos desde la última reunión, es difícil argumentar por una reducción de la tasa de interés. En efecto, mientras las perspectivas de un aumento mayor de los términos de intercambio para este año se van consolidando, las cifras efectivas de actividad dan cuenta de un dinamismo mayor que el esperado hace un mes. Aunque los registros efectivos de inflación continúan siendo reducidos, las posibles sorpresas inflacionarias, por lo ocurrido con el IPCX1, fueron de una inflación mayor que la esperada en la última reunión. Este índice, a pesar de haber mostrado una inflación mensual desestacionalizada negativa, fue mayor a lo previsto. A ello se suma la expansividad de las condiciones monetarias que disipan las dudas que pudieron tenerse en los últimos meses respecto del impacto que tendría la caída de la inflación sobre el impulso que mantenía la política monetaria.
5. No obstante lo anterior, desde una perspectiva de mayor plazo, esto es, considerando el conjunto de datos acumulados desde el último Informe, la información acumulada sí da cuenta de presiones inflacionarias subyacentes algo menores que lo previsto. Esto se manifiesta en los registros acumulados de inflación subyacente desde enero pasado, en nuevos antecedentes sobre la evolución de los márgenes, los que aparentemente estarían un poco menos comprimidos que lo anticipado, y en una evolución marginalmente más favorable de los costos laborales unitarios. La implicancia precisa de estos antecedentes está en etapa de evaluación junto al proceso de revisión de proyecciones que se realiza para el próximo Informe. Por ahora, la evaluación es que su efecto sería una reducción temporaria de la trayectoria futura de la inflación respecto de la prevista en enero, aunque ésta aún convergería hacia el centro del rango meta en el horizonte habitual de política. Con estos antecedentes se podría argumentar en favor de una reducción de la tasa de interés.
6. En contra de esta opción, sin embargo, hay algunos elementos que considerar. Primero, los datos más recientes indican que la racha de sorpresas por el lado de la inflación subyacente negativa no continuó en marzo. Segundo, el shock que se enfrenta es de costos —en el margen las cifras de actividad se ven más auspiciosas— y no hay antecedentes que justifiquen pensar que sus efectos sean especialmente persistentes. Además, dados los rezagos habituales con que actúa la política monetaria, un cambio de tasas no tendría efectos considerables sobre la menor trayectoria de inflación de este año. Tercero, las menores presiones acumuladas no son de gran magnitud, lo que permite esperar a tener más datos. Y cuarto, el solo hecho de observar una trayectoria de tasas por debajo de las expectativas que el mercado tenía hace algunos meses refleja una política monetaria más expansiva. Aunque los cambios en la tasa de interés contienen un elemento de señal que puede ser importante en algunas oportunidades, es en principio el nivel de la tasa de interés lo más relevante para la transmisión de la política monetaria.
7. Los argumentos anteriores suponen un mundo de plena credibilidad. Se podría argumentar entonces que una rebaja de tasas podría ser adecuada para anular eventuales efectos que la reducción de las presiones subyacentes podrían tener en las expectativas de inflación de mayor plazo. Este fue justamente uno de los argumentos tras las rebajas de fines del año pasado. Para que este mecanismo tenga pleno sentido, sin embargo, parece necesario observar una disminución relevante y persistente de las expectativas de inflación y eso no ha ocurrido. Por el contrario, las expectativas se han movido al alza entre 75 puntos y 100 puntos base desde enero, aunque más tímidamente de lo que se podría haber esperado luego de la cifra de inflación de marzo, especialmente en el caso de las expectativas a mayor plazo.
8. Por otro lado, no parece haber justificaciones para aumentar la tasa de interés en esta oportunidad. Si bien los datos más recientes son coherentes con la posibilidad de que se deba iniciar la normalización de la política monetaria en el futuro, las presiones de inflación están suficientemente contenidas como para pensar que, en ausencia de nuevos shocks, no es inminente esta modificación.

hf



El Presidente señor Vittorio Corbo ofrece la palabra para comentarios.

El señor Ministro de Hacienda interviene señalando que la visión del Ejecutivo no es distinta a la del Banco Central en materia de crecimiento y que efectivamente el rango de 4,5% a 5,5% es el más plausible. Señala que no tenemos diferencia en términos del ritmo de la actividad, pero sí creemos que es posible y hasta probable un escenario inflacionario distinto.

En opinión del señor Ministro de Hacienda todos pueden notar que la recuperación del crecimiento ha sido, si bien es cierto robusta, pausada, sobre todo si se le compara, como se está haciendo cada vez más frecuentemente en la prensa, con otros años en que las condiciones internacionales han sido similares a las que estamos visualizando hoy en día. En este escenario de crecimiento más pausado, vemos que la probabilidad de que la trayectoria de inflación continúe por debajo del 3% en todo el horizonte de política es significativa, ya que el crecimiento más pausado hace pensar en un cierre de brecha más lento. Más aún, es perfectamente plausible que la recuperación del producto potencial sea más dinámica junto con el crecimiento de la economía, y que por lo tanto su nivel se ubique algo por arriba de lo esperado.

Asimismo, los spreads internacionales han tendido a la baja en los últimos días, y esto ha sido bastante más marcado no sólo en Chile sino también muy notablemente en México y en otras latitudes, y habida cuenta que conforme a las proyecciones, también del Banco Central, tendremos un superávit comercial considerable, en un ambiente de más bajo spread y mayor liquidez internacional, vemos que las presiones de costo por el lado cambiario van a ser virtualmente inexistentes. Cabe señalar que este escenario no es diferente respecto del escenario central hasta septiembre que se planteaba.

El señor Ministro se pregunta si existe algún fundamento para pensar que pudiéramos estar, probablemente en la parte alta de la posible trayectoria de inflación. Si bien el Banco Central tiene una buena metodología para estimaria y probablemente su opinión es más informada, es interesante recalcar que durante los 50 meses que le ha tocado ser Ministro de Hacienda, la inflación subyacente ha estado por debajo del 3% en 75% de los casos, y arriba de 3% en 25%. Asimismo, ha estado debajo del 2% en 20% de los casos, y arriba del 4% en 0% de los casos. Por lo tanto, no sería poco plausible que tuviéramos una tendencia a permanecer por debajo del 3% en el horizonte de política.

Más allá de las opiniones que cada uno tenga respecto de por qué en esta oportunidad el crecimiento ha sido más pausado, en su opinión, no cabe duda que hoy día estamos con un marco de política que es significativamente diferente al de los años 1988-1989 y del año 1995, caracterizado por una regla de política monetaria muy ordenada, pero también de una regla de política fiscal de igual tenor. Así, por ejemplo, si este año tuviéramos un precio del cobre promedio de US\$ 1,23, 40 centavos por sobre lo presupuestado de 83 centavos, esto le representaría al Fisco directamente unos US\$ 1.200 millones. Con esto se podría pensar perfectamente que sería posible inyectar esos US\$ 1.200 millones a la economía por la vía fiscal y aún así, dado el efecto de segundo orden sobre la actividad, tener una posición fiscal mejor que la proyectada en el presupuesto. Estamos convencidos que eso no sería lo correcto de hacer.

En el marco de políticas actual, se pregunta, ¿sería un problema que la inflación permaneciera por debajo del 3%?. En su opinión, si tuviéramos un dictador benévolo es realmente exagerar mucho las cosas el pensar que porque la inflación se mantiene debajo del 3% más allá del horizonte de planificación de proyección, vamos a tener histerismo y, por tanto, la economía no tendría un costo de oportunidad no recuperable en el futuro en términos de una sistemática menor inversión y sistemático menor empleo. Sin embargo, en la vida real no hay dictadores benévolos y se ha escrito mucho sobre la relación política fiscal y política monetaria y en esto hay dos opciones: o cooperar o que cada uno maximice, asumiendo la conducta del otro. Se sabe que un caso nos lleva a un punto distinto que la otra posición y más allá de la fuerza y convicción que se ponga, la vulnerabilidad de la regla fiscal es mayor si durante un horizonte durable de tiempo tendemos a observar simultáneamente una inflación por debajo del rango meta y una situación en la cuenta corriente sumamente robusta.



Desde un tiempo a esta parte no es menos cierto que si bien la trayectoria de actividad se ha afirmado, las presiones de inflaciones subyacentes son algo menores y la presión por relajar la política fiscal se ha hecho también mayor. Esto era válido también en la reunión pasada, pero ésta coincidió con el terrible atentado en Madrid, y por tanto, la situación de los mercados financieros era bastante incierta y claramente tomar riesgos en ese momento no parecía prudente.

El Gerente de Investigación de Económica, señor Klaus Schmidt-Hebbel, se refiere al eventual sesgo en la proyección de inflación, basándose en algo que se dijo en la presentación de la División de Estudios respecto a los supuestos subyacentes. Indica que los supuestos subyacentes centrales van todos en la dirección de fuerza deflacionaria en el futuro siguiente. Por ejemplo, en materia de tipo de cambio nominal se proyecta como supuesto de trabajo una apreciación nominal del 2,7% en los siguientes cuatro meses anualizada del 8%, en circunstancias que en reuniones anteriores se ha supuesto algo mucho más parecido al *random walk*, vale decir un tipo de cambio nominal estable en los siguientes meses. Segundo, se proyecta una caída significativa del precio del petróleo que es más o menos consistente con los precios internacionales, pero caída significativa de US\$ 33 a US\$ 29 el barril para los siguientes 4 meses. Tercero, una consiguiente caída en el precio de las micros en \$ 10 en el mes de mayo. Cuarto, un ajuste en la telefonía fija en un 10% negativo, también coincidente en mayo, y la única presión eventualmente inflacionaria que podría haber, que es el shock de transportes, no se consideró en el escenario base, por tanto concluye que el sesgo es hacia elementos hacia una mayor deflación que hacia una mayor inflación.

El Consejero señor José De Gregorio, señala que desde la reunión de política monetaria del mes pasado hasta hoy ha habido muy pocos cambios en la evolución de la economía. Durante la reunión pasada hubo cierta preocupación pues la cifras de actividad revelaban, aunque levemente, una situación de menor dinamismo. Sin embargo, las cifras más recientes muestran que el primer trimestre la economía crecerá en torno a un 4,5%, cifra consistente con lo proyectado por el Informe de Política Monetaria de enero.

No obstante, sí ha habido novedades en nuestras proyecciones, tal como quedó de manifiesto en nuestra primera reunión para discutir el Informe de Política Monetaria de junio el martes recién pasado. Si bien se espera algo más de crecimiento para el PIB, las proyecciones de inflación para el primer semestre se ubicarán por debajo de lo proyectado en enero en una magnitud no despreciable. De acuerdo a la medida que se use, IPC o IPCX, y el período que se considere, estas diferencias llegan a ser de hasta medio punto. Durante todo el año 2004 tendremos un IPC e IPC subyacente por debajo del rango meta. Sólo hacia fines del año 2005 y principios del año 2006 estaríamos convergiendo al centro del rango meta producto de un cierre de brechas de producto más acelerado. Esto se reconoce en las opciones de política monetaria presentadas por la División de Estudios, que señalan que "la información acumulada sí da cuenta de presiones inflacionarias subyacentes algo menores que lo previsto". Los márgenes estarían menos comprimidos que lo anticipado, y habría una evolución más favorable de los costos laborales unitarios.

En este escenario existen razones de peso tanto para mantener como para bajar la tasa de interés. Mirando hacia el final de nuestro horizonte de proyección no habría razones para reducir la tasa de interés. No obstante, al mirar horizontes más cercanos, donde es de esperar que las proyecciones son algo más precisas, se observa una reducción de las presiones inflacionarias, las que podrían inducir a pensar que existe una alta probabilidad que en el horizonte relevante de política de inflación se encuentre significativamente desviada del centro del rango meta.



Es importante señalar que nuestros modelos de proyección han sido calibrados con datos de inflación y actividad muy distintos a los que observamos hoy día, y por lo tanto la cuota de incertidumbre debe ser mayor, en especial para horizontes más largos. Por otra parte, estos modelos descansan en la plena credibilidad de la política monetaria, y por lo tanto convergen al centro del rango meta. Existe el riesgo que las expectativas se desanclen, presionando hacia abajo a la inflación. Aunque un argumento en contra de este último punto es que después de las bajas de tasas de diciembre y enero las expectativas inflacionarias se han elevado a niveles más consistentes con nuestra meta de inflación, lo que además ha agregado expansividad a la actual instancia de la política monetaria.

Es necesario destacar también que en un escenario en que se afirman las perspectivas de mayor dinamismo en la actividad interna, un buen escenario externo para el año 2004 y mayor probabilidad de aumento de las tasas externas es difícil justificar un relajamiento de la política monetaria. Pero, lo que debería ser el foco de la decisión de política monetaria, es decir la evolución esperada de la inflación, indicaría que la opción de relajamiento debe ser considerada con seriedad.

Lo que me hace tomar una posición de cautela y favorecer la mantención de la tasa, aunque con menor convicción que en nuestras reuniones anteriores, es que por el lado de la actividad creo que el riesgo es positivo. Es decir, no podemos descartar que con el actual dinamismo de la economía nacional, unido a buenas condiciones externas, el crecimiento podría sorprendernos siendo mayor al esperado, el que presumiblemente iría acompañado de presiones inflacionarias, y un endurecimiento de la política monetaria. Asimismo, comparto el juicio de la División de Estudios donde se indica mantener cierta cautela debido a que la racha de sorpresas de inflación subyacente negativas no habría continuado en marzo, y no se puede esperar que los shocks de costos sean persistentes.

Por lo anterior, me parece razonable mantener la tasa de interés, sin establecer sesgos, pero dejando claro en el comunicado que las perspectivas inflacionarias son algo menores de lo previsto en meses anteriores, lo que indicaría que es probable que la mantención de la actual expansividad de la política monetaria puede durar más de lo esperado en meses anteriores.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que los principales temores que teníamos en la reunión de política monetaria anterior respecto de un alejamiento del escenario previsto en el Informe de Política Monetaria de enero, se han ido despejando.

En efecto, a pesar de algunos cambios en el escenario externo donde resalta el continuo mejoramiento de los términos de intercambio, las perspectivas de crecimiento del producto interno bruto, el gasto interno y de la formación bruta de capital fijo han vuelto a alinearse con el escenario base del Informe de Política Monetaria. También las *yield* internacionales han recuperado parcialmente el perfil previsto en enero pasado. La coyuntura inflacionaria, en cambio, se ha vuelto más confusa. Aunque las expectativas inflacionarias de mediano plazo del mercado se han elevado marginalmente, el escenario de inflación, en el horizonte habitual de proyección sigue estando alineado con la meta del Banco Central.

Un elemento perturbador, sin embargo, es que el perfil de la inflación aparece algo más plano para los próximos meses, lo que justifica que las mociones que discutimos en esta reunión de política monetaria sean las de mantener o de reducir la tasa de política monetaria. Esto es, aunque la proyección a 24 meses sigue siendo balanceada en torno a la meta de inflación, aparece una nueva postergación en la velocidad de convergencia a la inflación meta. Agrega que la reiterada postergación de esta convergencia impone un riesgo de pérdida de credibilidad del marco de política del Banco Central. Cree importante ahora, más que en otras ocasiones, monitorear las expectativas de inflación del mercado de mediano y largo plazo para tener un contrafactual de las proyecciones del Banco.



Señala que en dos ocasiones se ha pronunciado ya por mantener la tasa de política monetaria en 1,75%, agregando que en ausencia de imprevistos significativos esa tasa debiera permanecer durante un período prolongado. En esta ocasión señala que sigue siendo la mejor opción por ahora.

La Consejera señora María Elena Ovalle manifiesta que como hemos visto, los principales cambios respecto a nuestra Reunión de Política Monetaria de marzo se han reflejado en el crecimiento de la industria, que es un poco más alto que el contemplado en enero y que por otro lado la minería ha mostrado registros menores a los previstos, aunque, es necesario reconocer que estos cambios no han perdido su característica de transitorios. También observamos que en el margen la inversión está algo más dinámica, los indicadores de expectativas de consumidores han disminuido aunque continúan en niveles altos y el mercado laboral no muestra grandes cambios. Por otra parte, la inflación del mes de marzo estuvo dentro de lo esperado y se destaca que el IPCX1 se ubicó por primera vez en ocho meses, dos décimas por encima de lo previsto. Las expectativas inflacionarias de mediano y largo plazo, han mostrado una trayectoria moderada al alza, y las de más largo plazo implícitas en los diferenciales de tasas de interés, se ubican dentro del rango meta. El precio del cobre y del tipo de cambio han vuelto a niveles observados en la reunión anterior, y las condiciones monetarias expansivas se aprecian en las tasas de interés de créditos bancarios, hipotecarios, spread de deuda corporativa, colocaciones de consumo y de bonos de empresas.

Es cierto que hay que tener presente, que desde una perspectiva de mayor plazo, la información acumulada da cuenta de presiones inflacionarias subyacentes algo menores a lo previsto, pero la evaluación de la División de Estudios es que su efecto sería una reducción temporaria de la trayectoria futura de la inflación respecto de la prevista en enero y que ésta convergería hacia el centro del rango meta en el horizonte habitual de política. A lo anterior, se agrega que las sorpresas por el lado de la inflación subyacente negativa no continuaron en marzo, que las cifras de actividad se ven más dinámicas tanto a nivel mundial como nacional, que las menores presiones inflacionarias acumuladas no son de gran magnitud, que la política monetaria ha sido abiertamente expansiva y por último considerar que las tasas externas están aumentado.

Dado todos estos antecedentes, considera que la mantención de la tasa de política monetaria es la opción más conveniente.

El Consejero señor Jorge Desormeaux señala que el escenario internacional es hoy día más favorable de lo que preveíamos en marzo. Tanto más favorable es este escenario que las tasas de interés de largo plazo han subido sustancialmente en los últimos días, anticipando un ciclo de alzas de tasas de política en el mundo desarrollado. Esto se ha visto reflejado también en perspectivas de actividad algo más dinámicas, como se ha señalado en la presentación de la División de Estudios, y que nos ha llevado nuevamente a tener proyecciones en línea con lo previsto en el Informe de Política Monetaria de enero.

Agrega que el informe de la División de Estudios también da cuenta de una inflación acumulada ligeramente más baja de lo previsto en los últimos meses, lo que es reflejo de una serie de factores de costo que tienen un efecto por una sola vez y por lo tanto consecuencias transitorias sobre la inflación. Mucho más importantes que los shocks de oferta en la explicación de la inflación es la evolución de las expectativas de inflación, y en este sentido después de las dos reducciones de la tasa de política monetaria, de diciembre y de enero, las expectativas de inflación han subido 50 a 100 puntos base. Aunque esto ha ocurrido más lentamente de lo que se hubiera querido, y todavía no llegamos al rango meta del Banco Central, no cree que éste sea un argumento hoy día para un nuevo recorte de tasa de política, cuando es inminente el inicio de un ciclo de alzas de tasa de política en el mundo desarrollado. Por otra parte, si bien las condiciones monetarias se mantienen históricamente expansivas, las presiones inflacionarias parecen suficientemente contenidas como señala el informe de la División de Estudios, lo que permite descartar la opción de aumentar la tasa de política.



El Presidente señor Vittorio Corbo señala que la evidencia presentada por la Gerencia de División Estudios muestra que la inflación proyectada se mantendrá baja y por un período más prolongado que lo previsto con anterioridad. Sin embargo, se sigue proyectando que ésta regresaría al punto medio del rango meta en el horizonte de proyección. De otra parte, después del inesperado bajo dinamismo de la actividad en enero, las cifras de febrero y marzo muestran que la recuperación proyectada en el Informe de Política Monetaria de enero está materializándose.

En lo que se refiere al entorno externo, en Estados Unidos el alto crecimiento y la depreciación del dólar comienzan a afectar la inflación antes de lo esperado, llevando al mercado a anticipar el momento en que se comience a reducir el sesgo expansivo de la política monetaria de la Reserva Federal.

Dados estos desarrollos y los rezagos estimados en la efectividad de la política monetaria, lo adecuado es mantener la tasa de instancia monetaria. Sin embargo, con la nueva evidencia, es probable que, el sesgo expansivo de la política monetaria ahora se tenga que mantener por un período más prolongado.

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

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

61-01-040415 – Tasa de Política Monetaria.

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

Se retira de la Sesión el señor Ministro de Hacienda, señor Nicolás Eyzaguirre Guzmán y la Asesora Macroeconómica del Ministerio de Hacienda, señora Bernardita Piedrabuena Keymer.

III. Comunicado

“En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central resolvió, por unanimidad, mantener la tasa de interés de política monetaria en 1,75% anual.

Desde la última reunión se ha reafirmado el sustancial mejoramiento de las condiciones externas, en particular el mayor precio que ha alcanzado el cobre. Por otro lado, las cifras más recientes de actividad y de gasto interno, especialmente las del sector industrial, las exportaciones y las importaciones de bienes de capital, indican que el menor dinamismo observado en la reunión anterior habría sido un fenómeno pasajero. Ello afianza las proyecciones de crecimiento contenidas en el último *Informe de Política Monetaria*.

Lp



Si bien la inflación del IPC ha seguido un curso similar al previsto en el *Informe de Política Monetaria*, las mediciones de inflación subyacente del primer trimestre (como el IPCX e IPCX1, que excluyen algunos bienes cuyos precios son más volátiles) han sido menores que las esperadas. Estos antecedentes no modifican la perspectiva de un aumento gradual de la inflación anual hasta 3% en el horizonte habitual de política de 24 meses. Con todo, este proceso podría ser algo más pausado que lo previsto con anterioridad. En este contexto, el Consejo considera que las condiciones monetarias expansivas pueden extenderse por un tiempo algo más prolongado.

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

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

JOSE DE GREGORIO REBECO
Vicepresidente

VITTORIO CORBO LIOI
Presidente

JORGE DESORMEAUX JIMENEZ
Consejero

MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera

MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero

NICOLÁS EYZAGUIRRE GUZMÁN
Ministro de Hacienda

JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR
Ministro de Fe (S)



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

En Santiago de Chile, a 13 de mayo de 2004, siendo las 16,00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Vittorio Corbo Lioi y con la asistencia del Vicepresidente don José De Gregorio Rebeco y de los Consejeros doña María Elena Ovalle Molina, don Jorge Desormeaux Jiménez y don Manuel Marfán Lewis.

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

Asisten también:

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

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

I. Fecha Sesión de Política Monetaria del mes de noviembre de 2004.

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

II. Exposición.

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

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

4



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

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

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

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

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



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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

El señor Valdés señala lo siguiente:

OPCIONES

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

4



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

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

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



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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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



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

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

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



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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

62-01-040513 – Tasa de Política Monetaria.

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

Se retira de la Sesión el señor Ministro de Hacienda, señor Nicolás Eyzaguirre Guzmán y la Asesora Macroeconómica del Ministerio de Hacienda, señora Bernardita Piedrabuena Keymer.

III. Comunicado

“En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central resolvió, por unanimidad, mantener la tasa de interés de política monetaria en 1,75% anual.

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 62
Política Monetaria
13.05.2004

16.-

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

JOSE DE GREGORIO REBECCO
Vicepresidente

VITTORIO CORBO LIOI
Presidente

JORGE DESORMEAUX JIMENEZ
Consejero

MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera

MANUEL MARFAN LEWIS
Consejero

NICOLÁS EYZAGUIRRE GUZMÁN
Ministro de Hacienda

JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR
Ministro de Fes(S)

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION DE POLITICA MONETARIA N° 64
Celebrada el 10 de junio de 2004

En Santiago de Chile, a 10 de junio de 2004, siendo las 16,00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Vittorio Corbo Lioi y con la asistencia del Vicepresidente don José De Gregorio Rebeco y de los Consejeros doña María Elena Ovalle Molina, don Jorge Desormeaux Jiménez y don Manuel Marfán Lewis.

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

Asisten también:

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

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

I. Fecha Sesión de Política Monetaria del mes de diciembre de 2004.

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de diciembre de 2004, para el día 9 de ese mes.

II. Exposición.

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

En términos globales, la marcha de la economía ha estado en línea con lo esperado en el *Informe* de mayo, aunque las últimas noticias son mixtas. La actividad industrial de abril fue algo superior a la prevista lo que lleva, junto con otros antecedentes, a revisar algo al alza el crecimiento esperado para el segundo trimestre. A la vez, la creación de empleos continuó mostrando debilidad. La inflación efectiva de mayo fue algo menor que la esperada, debido principalmente a un menor incremento de la parte subyacente. Los mercados financieros locales han seguido mostrando condiciones expansivas con aumentos en el crédito, aunque con

externas. El escenario externo, aunque con oscilaciones, no es distinto del considerado en la última reunión.

El escenario de crecimiento mundial no presenta mayores novedades, con correcciones marginales respecto del *Informe* de mayo. En Estados Unidos de América, las perspectivas siguen indicando un mejoramiento, aunque el tono positivo de los indicadores de coyuntura ha tendido a estabilizarse. Asimismo, las tasas de interés de largo plazo han descendido respecto de mediados de mayo, en parte por la incertidumbre que impone el alto precio del petróleo sobre la recuperación mundial. El precio del cobre ha oscilado entre US\$ 1,2 y 1,3 durante las últimas semanas, a la vez que el precio del petróleo ha reaccionado de modo importante a los atentados terroristas en Medio Oriente, llegando a máximos históricos en los primeros días de junio. Por último, las condiciones financieras de las economías emergentes no han variado significativamente.

En Chile, los mercados financieros siguen indicando la expansividad de las condiciones monetarias. La tasa de interés del Pagaré Reajutable del Banco Central, luego de una incipiente tendencia al alza, ha caído a nuevos registros mínimos (2,1%). Las tasas de interés de mercado se mueven en direcciones opuestas, con menores tasas de interés en los créditos a empresas y mayores en los créditos a personas, dando señales de un proceso de sustitución en el destino de los préstamos. Con todo, el crédito a personas sigue creciendo a tasas anuales de dos dígitos. Por su parte, el tipo de cambio ha oscilado entre \$ 630 y \$ 645 en el último mes, en línea con las tendencias externas.

El crecimiento esperado para el PIB en el segundo trimestre se corrige al alza respecto del mes anterior, con lo que sería similar al del primer trimestre. La demanda interna también se corrige al alza, destacándose el mayor aumento esperado para la inversión, debido a las mayores importaciones de bienes de capital de abril y mayo.

El mercado laboral continuó evidenciando un bajo dinamismo en la creación de empleos. Se estima en todo caso, que los niveles actuales de ocupación son coherentes con el nivel de actividad y de costos laborales reales actuales, luego de que el crecimiento de la ocupación durante el 2002 y parte de 2003 revirtiera un aparente desalineamiento del empleo. Las implicancias de la evolución reciente del mercado laboral no son del todo evidentes. Por el lado del consumo, su vínculo principal está dado por el efecto que tenga sobre la confianza de los consumidores. Por ahora, la información muestra que aunque a nivel nacional se ha producido un deterioro de la confianza respecto de la situación futura del mercado laboral, en la Región Metropolitana se observa que el desempleo ha dejado de ser una fuente relevante de preocupación de los hogares, como lo fue hasta fines de 2002. Por el lado de los costos laborales, esta trayectoria de la ocupación permite esperar que se afirme el escenario de crecimiento reducido de las remuneraciones nominales. Es importante destacar que, aunque la tasa de desempleo aumentó significativamente, ello no se debió a una disminución neta de puestos de trabajo, sino más bien a una mayor participación de jóvenes y mujeres en la fuerza laboral.

Por el lado de la política fiscal, la corrección al alza del precio del cobre para este año respecto del considerado en la Ley de Presupuestos causará aumentos importantes en los ingresos del Gobierno, que bajo el cumplimiento de la regla de superávit estructural, provocarían un balance convencional de aproximadamente 1,6% del PIB.

Con relación a la inflación, el aumento del IPC de mayo estuvo marginalmente por debajo de lo esperado, principalmente por un menor impulso de los componentes subyacentes. Con todo, pese a que la inflación anual permanece en cifras por debajo de 1%, el ritmo de incremento de

obstante, depende críticamente de la evolución de otras variables, especialmente del precio del petróleo y sus derivados, por lo que a la luz de los hechos recientes no pueden descartarse escenarios de mayor inflación IPC.

Por el lado de las expectativas privadas de inflación, desde la anterior reunión se ha producido un aumento en la mayoría de las medidas. En particular, la compensación inflacionaria que se deduce del diferencial de operaciones nominales y reajustables a dos años aumentó desde alrededor de 2% hasta niveles próximos al centro del rango meta.

Las expectativas para la evolución de la tasa de política monetaria en el corto plazo a partir de la *forward*, no han sufrido cambios significativos, esperándose un incremento de 75 puntos base en los próximos seis meses y de otros 75 puntos base en los seis meses siguientes. Respecto de la trayectoria de mediano plazo de la tasa de política monetaria, la encuesta de expectativas entrega un incremento total de 225 puntos base hasta fines del horizonte de proyección y la curva *forward* uno de 275 (hasta 4% y 4,5%, respectivamente), lo que equivale a un incremento promedio de entre 25 y 50 puntos base por trimestre. A horizontes más largos, la curva *forward* indica una tasa de política monetaria de 5,3% para fines de 2006. Como antecedente, se estima que la tasa de política monetaria neutral se encuentra entre 6% y 7%.

Desde la reunión pasada, ni el escenario base considerado ni los riesgos asociados a él han presentado cambios de importancia. Respecto del crecimiento mundial, durante las últimas semanas las proyecciones globales aumentaron marginalmente: 0,2 punto porcentual en el bienio 2004-2005, tanto ponderado por socios comerciales como a paridad del poder de compra. Ello se asocia, principalmente, a resultados más positivos que los esperados en el primer trimestre de este año en Japón y la zona euro. Así, basadas en las proyecciones más recientes de una muestra de bancos de inversión, las proyecciones de crecimiento mundial a paridad del poder de compra se ubican en 5,1% para el 2004 y en 4,4% para el 2005. En tanto, el crecimiento ponderado por los principales socios comerciales se estima en 4,4% el 2004 y 3,7% el 2005.

En Estados Unidos de América, las perspectivas de crecimiento se presentan estables. Los indicadores de coyuntura, si bien continúan apoyando un escenario dinámico para los próximos trimestres, han tendido a estabilizarse (actividad manufacturera, encuestas de confianza de consumidores y de empresas). En la zona euro, las señales son mixtas y reflejan la fragilidad de una recuperación aún muy dependiente de la demanda externa en la generalidad de las economías. El PIB del primer trimestre fue superior al esperado, pero con una demanda interna débil, particularmente en Alemania e Italia, a lo que se agrega el descenso de la confianza empresarial y de los consumidores en mayo. En Japón, en tanto, el sector externo sigue liderando el crecimiento. Se suman señales de traspaso de la recuperación a demanda interna, en el PIB del primer trimestre y en indicadores de ventas minoristas, lo que contribuye a afianzar las perspectivas de las empresas.

Desde la reunión pasada, el precio del cobre ha continuado oscilando en un rango de US\$ 1,17 a US\$ 1,30 la libra, moviéndose hacia el techo de este rango en la última semana de mayo. Así, durante el último mes promedió US\$ 1,24 y en lo que va del año, US\$ 1,26. Este comportamiento se debe a la consolidación de un panorama de fuerte crecimiento mundial, liderado por los tres principales consumidores de cobre —China, Estados Unidos de América y Japón— que se ha traducido en una sostenida caída en los inventarios. Hacia el 2005 se mantiene la expectativa de una trayectoria declinante para este precio, asociada al desarrollo de nuevas inversiones y a la reapertura de yacimientos. Con todo, en la medida en que los precios actuales se mantengan, no se descarta una revisión al alza del nivel proyectado para este año respecto de lo señalado en el *Informe* de mayo.

4

Durante mayo, el precio del petróleo se mantuvo en torno a US\$ 38 el barril, llegando en algunos días a bordear los US\$ 40. Ello se asoció, principalmente, con la fuerte demanda por parte de los principales consumidores (Estados Unidos de América, China y Japón), niveles de inventarios históricamente bajos y espacios limitados para incrementar la oferta de crudo. Además, se mantiene una prima por riesgo asociada a la incertidumbre geopolítica y a las consecuencias de eventuales atentados terroristas. No obstante, en el margen el precio registró una baja luego del incremento de cuotas por parte de la OPEP y datos de producción de mayo que sugieren que el cartel ha estado aumentando la producción, incluso por sobre la nueva cuota establecida. Con todo, se mantienen las proyecciones de mayo para el precio del crudo, con un sesgo al alza de acuerdo con los riesgos geopolíticos mencionados.

Los mercados financieros desarrollados no muestran cambios significativos respecto del *Informe* de mayo, no obstante mantienen una alta variabilidad. La evolución del rendimiento de bonos de largo plazo en Estados Unidos de América ha respondido a los indicadores de actividad, empleo e inflación dados a conocer. Por un lado, los signos de sostenibilidad en el crecimiento, así como señales de inflación, han presionado al alza esta variable. Se han contrapuesto los efectos que podría tener el elevado precio del petróleo sobre la actividad y la inflación, y la incertidumbre que genera la situación geopolítica internacional. Así, el rendimiento de los bonos de mayor plazo en Estados Unidos de América se mantiene en torno a 4,7%, en tanto en la zona euro se ubica cerca de 4,4%. El dólar se ha depreciado levemente en las últimas semanas ($\pm 1,5\%$), en coherencia con el movimiento de las tasas de interés. No obstante, no se esperan movimientos significativos en las paridades en el mediano plazo.

Respecto de las tasas de política, los mercados apuestan cada vez con más fuerza a que la Reserva Federal iniciará el ciclo de alza de tasas de interés a fines de junio. Esto se refleja en el movimiento de la curva de contratos futuros y en el leve incremento de las tasas de interés de corto plazo. En Europa, se continúa esperando que el ciclo de alza de tasas de interés se inicie a comienzos de 2005. Esto, apoyado en el pobre desempeño de la demanda interna de esta región en el primer trimestre de 2004. Por su parte, las condiciones financieras de las economías emergentes se mantienen relativamente estables respecto de la reunión anterior.

En mayo, las condiciones monetarias continuaron siendo expansivas. Las tasas de interés de los instrumentos reajustables de mediano plazo (Pagarés del Banco Central-5) registraron mínimos históricos ($\pm 2,1\%$), mientras las tasas de interés de los documentos de más largo plazo (Pagarés del Banco Central-10) se mantuvieron constantes desde la anterior reunión ($\pm 3,7\%$). Las tasas de interés de los bonos en pesos a dos años, en tanto, aumentaron cerca de 50 puntos base respecto de los valores vigentes en los primeros días de mayo, mientras las tasas de interés de los bonos a cinco años se redujeron en 20 puntos base. Este comportamiento ha estado determinado por las expectativas de mayor inflación, dada la evolución del precio de los combustibles.

Las tasas de interés de los instrumentos nominales de corto plazo por su parte, se ubican en torno a 40 puntos base por debajo de la tasa de política monetaria. Esta brecha se estima transitoria, pues corresponde a mayores requerimientos de Reserva Técnica de algunas instituciones, producto de la devolución del impuesto a la renta y el bajo costo alternativo del dinero. Esto se reafirma al considerar la trayectoria de la tasa de interés de captación *prime* del sistema bancario.

Las expectativas para la tasa de política monetaria que se deducen de la curva *forward* indican que el mercado espera un aumento de 25 puntos base en los próximos tres meses y de otros puntos para comienzos de 2005. Por su parte, la encuesta de expectativas de junio considera una trayectoria de alzas para la tasa de política monetaria algo más mesurada.

4

La generalidad de las expectativas de inflación, a plazos de más de un año, han aumentado hasta situarse prácticamente al centro del rango meta. Las expectativas obtenidas de la encuesta de las mesas han aumentado hasta 2,75% a dos años, mientras que la medición a través de la compensación inflacionaria se sitúa en alrededor de 2,6% a para dos años plazo (un aumento de más de 60 puntos base respecto de la reunión de mayo). En contraposición, la compensación inflacionaria a cinco años cayó a cifras de 2,2% en los primeros días de junio (un descenso de 30 puntos base respecto de la reunión de mayo).

Durante mayo, los agregados monetarios más líquidos han aumentado más que lo esperado, situándose la tasa de crecimiento anual del M1A en 17% desde el 13% del mes pasado. Parte de este aumento se explica por el efecto sobre la liquidez de la devolución de impuestos, del orden de \$ 300 mil millones. Los agregados más amplios, en línea con lo anticipado, muestran un regreso de las tasas de variación anual a cifras positivas, del orden de 5 y 1% para el M2 y el M7, respectivamente. En cuanto a la composición del portafolio de las Administradoras de Fondos de Pensiones, pese a mantener su preferencia por inversiones en el extranjero, han recuperado parte de sus activos en depósitos a plazo y letras de crédito.

La deuda bancaria continúa con un importante dinamismo, anotando tasas de crecimiento real en doce meses del orden de 5% (la mayor desde comienzos de 2002). En abril, los créditos a personas siguieron creciendo a tasas anuales de dos dígitos: 17% consumo y 11% vivienda. Este mercado sigue caracterizado por bajos niveles de tasas de interés —aproximadamente 200 puntos base por debajo de los promedios de enero—, evidenciando la mayor competencia en este segmento. Las tasas de interés de las letras de crédito, en tanto, presentan una caída, al promediar 4,4% (*versus* 4,5% en abril) explicada en parte por una mayor demanda emanada de la escasez de emisiones de instrumentos de renta fija privados. En cuanto a la deuda de empresas, si bien la deuda bancaria ha aumentado en los últimos meses, su variación anual permanece en valores negativos. Las tasas de interés de las operaciones a más de un año se ubican en valores muy similares a los de enero, luego de registrar alzas del orden de 250 puntos base durante el primer trimestre del año.

El mercado de bonos corporativos ha mantenido su bajo dinamismo. En el corto plazo existen anuncios de colocaciones por UF 4,8 millones, las que están más relacionadas con el financiamiento de proyectos de inversión que con la reestructuración de pasivos, a diferencia de las registradas durante el 2002 y el 2003. Respecto de los *spreads*, los bonos con clasificación AA y AAA a mayo no presentan cambios respecto del mes anterior. La información del primer trimestre de 2004 indica que la carga financiera de las empresas se ha continuado reduciendo.

En mayo, destacó la reutilización del mercado bursátil como alternativa de financiamiento para las empresas, con una colocación del orden de US\$ 300 millones. Además de ello, las noticias negativas relacionadas con el sector de electricidad y telecomunicaciones hicieron que la bolsa finalizara con una variación nula en pesos (-2,7% en dólares). Los montos diarios transados en promedio alcanzaron a \$ 38.000 millones, cifra 70% superior al promedio de 2003. Los mercados bursátiles internacionales, por su parte, presentaron una alta volatilidad, debido a la incertidumbre en Medio Oriente y la volatilidad del precio del petróleo.

Desde la reunión anterior, la cotización del dólar ha oscilado entre \$ 630 y \$ 645 por dólar, acumulando en los primeros días de junio una depreciación del orden de 1-1,5% respecto del promedio de mayo.

La volatilidad del precio del petróleo y las expectativas de alzas de las tasas de interés externas fueron determinantes en los movimientos del tipo de cambio. Así, mayo cerró con una depreciación mensual de 4,5%. Medida a través del tipo de cambio multilateral, la depreciación

Los diferenciales de tasas de interés de corto plazo tienen implícita una relativa estabilidad del tipo de cambio. La encuesta de junio indica que el valor de la paridad peso dólar se ubicaría entre \$ 620 y \$ 630 por dólar durante el siguiente año.

Las medidas del tipo de cambio real y del tipo de cambio real-5 alcanzaron en mayo a 101,4 y 93,2, respectivamente. Estas cifras representan depreciaciones del orden de 3% comparadas con las de abril, y de 5% respecto de diciembre pasado. La evolución del tipo de cambio es en parte reflejo de los movimientos del diferencial entre las tasas de interés real interna y externa, el que aumentó más de 30 puntos base desde la reunión anterior.

En abril, la producción industrial creció 4,9% (0,7pp por sobre lo proyectado), gracias al mayor dinamismo de algunos sectores exportadores. Destacó, en el crecimiento del rubro celulosa y papel, la producción en sectores generadores de insumos para las exportación, como es el caso de la línea de papel para embalajes.

Para el segundo trimestre de 2004, se proyecta que el crecimiento de la actividad sería mayor que lo estimado en la reunión anterior. Esto se daría en un contexto de mayor dinamismo de los sectores pesca, electricidad, gas y agua y comercio, los cuales compensan con creces la menor actividad estimada para la minería. En particular, electricidad, gas y agua tendrá un mayor dinamismo, debido a un cambio en la composición de la producción, hacia energía hidroeléctrica.

Los indicadores parciales de consumo continúan registrando cifras positivas, pese a mostrar algunos signos de desaceleración en el margen. Las ventas de bienes durables del comercio minorista (Cámara Nacional de Comercio) de abril y las importaciones de bienes durables de mayo, excluidos los autos, registraron una leve caída respecto del mes anterior, aunque continúan en niveles elevados. Las ventas de automóviles, en tanto, han continuado creciendo sólidamente.

Las expectativas de los consumidores continuaron descendiendo en mayo, de acuerdo con *Adimark*. Destacó un deterioro, por tercer mes consecutivo, de la evaluación del empleo dentro de los próximos doce meses, aunque el número de respuestas positivas aún se mantiene en 50%.

Se espera que las existencias continúen aumentando en el segundo trimestre de este año, aunque antecedentes más recientes revelan una menor acumulación en el margen. La razón de producción a ventas industriales del INE disminuyó en abril, mientras que los indicadores de existencias del IMCE de mayo reflejan que algunos sectores han ajustado sus existencias en lo más reciente, contando actualmente con niveles cercanos a lo adecuado.

Los indicadores parciales de inversión continúan registrando cifras positivas, en especial en el componente de maquinaria y equipos. Las importaciones de bienes de capital del segundo trimestre se ubicaron marginalmente por sobre lo anticipado, impulsando un aumento de la formación bruta de capital fijo en el período. Por su parte, las expectativas de inversión de las empresas medidas por el IMCE, anticipan un aumento para los próximos meses.

En el sector inmobiliario, las ventas de viviendas (Cámara Chilena de la Construcción) de abril mostraron una pequeña disminución respecto del mes anterior. El stock, en cambio, volvió a los niveles que presentaba a mediados del año pasado. Para el segundo cuarto del año, se espera que la inversión en construcción exhiba un crecimiento similar al del trimestre anterior.

h

En el primer trimestre del año, la ejecución consolidada mostró un saldo global acumulado de -0.2% del PIB, considerando tanto el saldo como el PIB acumulado en el último año, a partir de la información de la Dirección de Presupuesto que considera el balance del período respecto del PIB del año calendario, que en términos estructurales equivale a 0,24% del PIB. Los ingresos totales aumentaron 10,9% anual, destacándose el incremento anual de 977% de los ingresos de cobre brutos y de 5,9% de los tributarios (7,7% de renta y 6,7% de IVA). Los gastos totales en tanto, aumentaron 6,4% en doce meses, destacando el aumento del gasto en personal (9,4%) y las mayores transferencias de capital (30,6%). La corrección al alza del precio del cobre para este año, respecto del considerado en la Ley de Presupuestos (de US\$ 0,83 a US\$ 1,18) causará aumentos importantes en el ingreso del Gobierno, los que bajo la regla de superávit estructural, se destinarían mayoritariamente al ahorro, generando un balance convencional de aproximadamente 1,6% del PIB.

En mayo, las exportaciones e importaciones alcanzaron a US\$ 2.756 y US\$ 1.928 millones, respectivamente. Esto implica tasas de crecimiento anual de 54% y 19% para las ventas y compras al exterior, ambos valores cerca de 10 puntos porcentuales por sobre los proyectados en la reunión anterior. Para junio se anticipan valores de US\$ 2.360 (44% anual) para las exportaciones, y de US\$ 1.800 millones (18% anual), para las importaciones.

Para el segundo trimestre de 2004 se espera un incremento del volumen total de exportaciones en torno a 10% anual, mientras los precios subirían 29%. En particular, destacan el aumento de los precios de los envíos mineros (65%) y el aumento del volumen de los industriales (8,6%). El volumen de las importaciones en tanto, aumentaría 7% anual, mientras sus precios crecerían 6%. Destaca el incremento del quantum de las internaciones de bienes tanto de consumo (24%) como intermedios (10%). Las importaciones de bienes de capital, considerando la alta base de comparación, caerían 3% anual, aun cuando el nivel sería similar al del trimestre anterior.

En el trimestre móvil finalizado en abril de 2004, la creación de empleos continuó suavizándose, como había comenzado a hacer a principios de año. Descontando efectos estacionales, se crearon cerca de 2.500 puestos de trabajo respecto del trimestre móvil finalizado en marzo, destacando el menor impulso fiscal en cuanto a los programas especiales de empleo.

La tasa de desempleo, eliminada la estacionalidad, aumentó por segundo mes consecutivo para situarse cerca de 9%. Contrastó la población primaria (hombres entre 25 y 54 años), cuya tasa de desocupación continuó en torno a 6,8%. El mayor desempleo se debió, de modo importante, a la mayor participación de jóvenes y mujeres en la fuerza de trabajo. La población primaria prácticamente no tuvo cambios en su tasa de participación.

Al analizar la ocupación desestacionalizada por rama de actividad económica, no se observa mayor heterogeneidad. La mayoría de los sectores mantuvieron su nivel de empleo estable en torno a los valores de marzo. No obstante, cabe destacar el incremento sostenido, desde fines de 2003, de la ocupación ligada a servicios comunales, sociales y personales, y la caída marginal de la ligada a servicios financieros y de transporte y telecomunicaciones (alrededor de 5 mil puestos de trabajo).

Por categorías ocupacionales, durante abril se observó un cambio en la dinámica exhibida desde principios de 2003. Descontando la estacionalidad, el empleo de trabajadores por cuenta propia —alrededor de 27% del empleo total— creó cerca de nueve mil puestos de trabajo respecto del trimestre móvil precedente. Por su parte, el empleo de asalariados —64% del empleo total— cayó en alrededor de 16 mil plazas. El resultado de vacantes de trabajo para mayo, en tanto, confirmó la senda descendente iniciada a fines de 2003, coherente con la

En todo caso, se estima que las cifras de ocupación son congruentes con el nivel de actividad y de costos laborales reales actuales, luego de que el crecimiento de la ocupación durante el 2002 y parte de 2003 revirtiera un aparente desalineamiento del empleo. Más allá, las implicancias de la evolución reciente del empleo no son del todo claras. Por el lado del consumo, las expectativas de los hogares han tendido a deteriorarse de la mano de una peor percepción de los agentes respecto de la evolución del desempleo a nivel nacional en los próximos doce meses (*Adimark*). En la Región Metropolitana, no obstante, la información de la Universidad de Chile muestra que el desempleo ha perdido importancia como fuente de preocupación futura. Por el lado de los costos laborales, esta trayectoria de la ocupación permite esperar que se afirme el escenario de crecimiento reducido de las remuneraciones nominales.

En mayo, el IPC tuvo una variación de 0,5%, cifra que fue de 0,1% para el IPCX y de 0% para el IPCX1. Así, el incremento en doce meses del IPC llegó a 0,6%, mientras el del IPCX se situó en 0,1% y el del IPCX1, en 0,4%. El IPCX2 cayó 0,2% en el mes, con lo que su tasa de variación en doce meses descendió a 0,3%. Los indicadores de medias podadas continuaron indicando una estabilidad de sus tasas de crecimiento en doce meses. En cuanto al IPCX1, la generalidad de sus medidas no mostró cambios relevantes. La mediana de las variaciones mensuales se mantuvo respecto del mes anterior, a la vez que el incremento mensual desestacionalizado de este índice cayó levemente.

Respecto del número de ítems que mensualmente aumentan de precio, en mayo se apreció una disminución, teniendo como contrapartida un aumento de los que no sufren cambios. El promedio móvil trimestral del incremento mensual anualizado de la serie desestacionalizada del IPC, del IPCX y del IPCX1 siguió indicando un incremento en la inflación de estos índices.

En mayo, el aumento de mayor relevancia se produjo en el grupo de transporte (2,7%); alzas menores presentaron los grupos vivienda (0,7%), salud (0,3%) y otros (0,3%). Disminuyeron alimentación (-0,2%), equipamiento de la vivienda (-0,2%), vestuario (-0,1%) y educación y recreación (-0,1%). El IPC de mayo resultó inferior al esperado, concentrándose la mayor sorpresa en el rubro vivienda.

La información del primer trimestre de 2004 continuó indicando un mejoramiento de los márgenes operacionales del comercio, pese a que en el sector de supermercados se vio un nuevo deterioro.

Por el lado de los salarios, en abril la tasa de crecimiento anual de las remuneraciones nominales aumentó levemente. Así, el índice de remuneraciones por hora y el costo de la mano de obra registraron variaciones anuales de 3,0% y 3,2%, respectivamente. Durante abril, la tasa de variación anual de los costos laborales unitarios volvió a descender, situación especialmente visible en el sector industrial.

En cuanto a las expectativas de inflación del sector privado, las que se deducen del diferencial de tasas nominales y reales a dos y a cinco años, aumentaron desde la anterior reunión. Por un lado, a dos años plazo se apreció un incremento desde niveles en torno a 2,0% al cierre de la reunión anterior, hacia cifras más cercanas a 2,9% en la actualidad. A cinco años plazo, en tanto, las expectativas han vuelto a cifras en torno a 2,0-2,5%. Por su parte, los resultados de la encuesta de expectativas del sector privado indican una inflación de 2,6% para un año plazo (2,5% el mes pasado). A dos años plazo, la inflación esperada retornó a 3,0%.

A continuación, el Presidente solicita al Gerente de División Estudios que

4

El señor Valdés señala lo siguiente:

OPCIONES

1. En la reunión de política monetaria de mayo, el Consejo decidió mantener la tasa de interés de política en 1,75% anual. En esta decisión pesó especialmente el que las proyecciones de inflación preparadas para el *Informe de Política Monetaria* de mayo mostraban un aumento gradual de la inflación anual hasta 3% hacia fines del 2005, manteniéndose en torno a esa cifra a fines del horizonte habitual de política.
2. Desde la última reunión, las principales noticias son las siguientes:
 - La inflación de mayo fue un poco menor que la proyectada, concentrándose las novedades en registros de inflación subyacente cerca de 2 décimas por debajo de lo esperado en la reunión anterior y una décima luego de conocerse información parcial durante el mes.
 - El precio del petróleo ha descendido cerca de US\$ 3 por barril, ubicándose en torno a US\$ 35 en los últimos tres días. Este descenso es coherente con el escenario central del *IPoM*. El tipo de cambio nominal aumentó 0,3% mientras el tipo de cambio multilateral subió 1,2%, con incrementos mayores hacia el final, considerando el promedio de los últimos tres días en cada caso. Con ello, el tipo de cambio real se ubica algo por encima de lo considerado en el escenario base de proyecciones.
 - Aunque se han consolidado expectativas de que este mes comenzará el proceso de normalización de la tasa de interés de política en Estados Unidos de América, la mayor volatilidad en los mercados emergentes identificada el mes pasado se ha atenuado levemente.
 - El precio del cobre ha fluctuando en el rango de US\$ 1,20 a US\$ 1,25 por libra, con disminuciones en lo más reciente.
 - Los datos de actividad de abril estuvieron cerca de medio punto por sobre lo esperado en la reunión anterior. Con ello se proyecta un aumento de la actividad para el segundo trimestre en torno a dos décimas más que hace un mes. Las cifras de comercio exterior también evidencian mayor dinamismo y el crecimiento del gasto interno en el segundo trimestre se ha revisado al alza, especialmente el componente de inversión. El empleo, sin embargo, ha seguido mostrando una tendencia plana, mientras los indicadores de expectativas de consumidores y empresarios han continuado disminuyendo desde los niveles máximos de comienzos de año.
 - La mayoría de los indicadores de expectativas inflacionarias de mediano y largo plazo ha seguido aumentando y todos, salvo la compensación inflacionaria a cinco años, se ubican cerca del centro del rango meta.
3. Con estos antecedentes, la opción que parece más plausible en esta reunión es mantener la tasa de política monetaria en su nivel actual. Al igual que el mes pasado, sin embargo, la opción de aumentar la tasa de interés merece mayor análisis.
4. No parece haber argumentos para justificar una rebaja de la tasa de interés. De

4

nivel actual por más tiempo es justamente una medida de estímulo. Una rebaja adicional probablemente requeriría bastantes más antecedentes, en particular información evidente de menores presiones, situación que claramente no es la actual.

5. Con respecto a la opción de aumentar la tasa de interés en esta reunión, cabe considerar los siguientes argumentos:

- En primer lugar, las novedades del mes no parecen ser suficientes como para modificar el cuadro de proyecciones y, por lo tanto, ajustar el impulso monetario por este concepto. Si bien el crecimiento de la actividad muestra un dinamismo algo mayor que el esperado —con probables consecuencias para la velocidad de la disminución de holguras—, ello se contrapone con signos de debilidad por el lado de la creación de empleos —con eventuales alcances para los costos laborales y el empuje del consumo. Asimismo, las sorpresas por el lado de la inflación subyacente son aún acotadas e insuficientes como para modificar el escenario de inflación. Con todo, de continuar estas sorpresas inflacionarias, y de darse el escenario central para el precio del petróleo y el tipo de cambio, es posible que la inflación se ubique a comienzos del próximo año algo por debajo de lo proyectado en el último *IPoM*. Lo contrario sucedería de darse un cierre de holguras más rápido que el esperado.
- En segundo lugar, y más allá de que el mes pasado se argumentó que no parece razonable enfatizar mayormente los efectos de los movimientos en el tipo de cambio y el precio del petróleo sobre la inflación en el mediano plazo —y por ende sobre las decisiones de política monetaria— cabe señalar que el precio del petróleo ha descendido en lo más reciente y se ubica en una trayectoria congruente con el escenario central del *IPoM*. Ello apoya la opción de mantener la tasa de política monetaria, porque aleja la eventual necesidad de realizar ajustes orientados a reafirmar la meta de inflación frente a un *shock* de costos. El tipo de cambio, por el contrario, se ha mantenido algo por encima de la trayectoria esperada en el *IPoM*.
- En tercer lugar, las expectativas de inflación de mediano plazo se ubican cerca del centro del rango meta. Con ello, no parecerían existir argumentos a favor de modificar la tasa por un desalineamiento de las expectativas respecto de las propias proyecciones del Banco Central, las que ya incluyen los efectos de las reducciones de tasas de interés de comienzos de año.
- Finalmente, cabe analizar si es adecuado iniciar el proceso de normalización de la política monetaria como forma de validar el impulso monetario implícito en las proyecciones y, de esta manera, las propias proyecciones. En la actualidad, las proyecciones incluyen como supuesto de trabajo que se mantiene la tasa de política constante por ocho trimestres, pero, al mismo tiempo, que dicha tasa tiene un ajuste mayor a fines del horizonte de proyección y que los precios financieros más importantes —tasas de interés de largo plazo y tipo de cambio— alcanzan valores hoy y durante el horizonte de proyección coherentes con una normalización paulatina de la política monetaria. Esto significa que las proyecciones implícitamente consideran un escenario de gradual reducción del impulso monetario en los próximos ocho trimestres. En otras palabras, el impulso implícito durante el horizonte de proyección es menor que el que existiría si los precios financieros efectivamente consideraran que la tasa de política monetaria se mantendrá constante en su nivel actual por todo ese lapso para luego ajustarse lentamente. Las tasas de interés de mercado, que implícitamente suponen un aumento de la tasa de política monetaria de poco menos de 300 puntos base en dos años, reflejan justamente esto. La diferencia entre la tasa de interés actual y distintas

En este marco, y reconociendo que es difícil determinar el momento adecuado para iniciar este ciclo de paulatina normalización de la política monetaria en ausencia de *shocks*, se estima que la decisión con respecto a este *timing* debería contrapesar al menos lo siguiente: (i) los beneficios de un cierre de holguras y el retorno de la inflación al centro del rango meta algo más rápido; (ii) los beneficios de esperar para acumular mayor información; (iii) los costos de esperar que, dada la expansividad de la política monetaria, implican acciones futuras de política más agresivas, y (iv) el riesgo de iniciar este proceso prematuramente, con eventuales costos por una posible futura reversión. Con todo, considerando la magnitud del ajuste y el tiempo esperado de convergencia al pleno empleo, no parece que esperar para iniciar este proceso conlleve acciones especialmente agresivas en el futuro, lo que apoya la opción de mantener la tasa de política monetaria en su nivel actual. Ello, a su vez, es congruente con expectativas generalizadas de mantención para esta reunión.

El Presidente señor Vittorio Corbo ofrece la palabra a los asistentes para analizar las opciones presentadas.

El Consejero señor De Gregorio señala que desde la última reunión de política monetaria y la revisión detallada de proyecciones realizadas para el *IPoM* no ha habido novedades significativas en materia de actividad, confirmándose un escenario de mayor dinamismo para la economía, con algo más de crecimiento para el segundo trimestre del proyectado en el *IPoM*, sin cambiar aún la proyección para el año en su conjunto. Hace presente que por su parte las proyecciones de inflación han mostrado una reducción en lo que queda del año. La inflación medida por el IPC muestra una reducción de tres décimas de aquí a diciembre. La principal noticia fue una inflación subyacente menor a la esperada de dos décimas en su registro para mayo. Por otra parte, antecedentes muy preliminares mostrarían una evolución algo más favorable en el precio de los combustibles.

Agrega que es importante destacar que una reducción más rápida del precio de los combustibles con una posible apreciación más rápida del tipo de cambio implicaría presiones hacia una menor inflación en el futuro cercano. Con respecto al tipo de cambio, señala que se atrevería a decir que hoy día estaría algo por encima de su equilibrio de largo plazo, dado el mejor escenario externo y las fortalezas internas. Menciona que de hecho el nivel del tipo de cambio real hoy es similar al que gatilló las intervenciones cambiarias de mediados de 2001 y fines de 2002.

Por tal motivo, el Consejero señor De Gregorio indica que habría que plantearse el discutir seriamente una rebaja de tasas. Sin embargo, cree que hay razones de peso para descartar esta opción. En primer lugar, los antecedentes recientes no son suficientes para cambiar de manera relevante las proyecciones de inflación. En segundo lugar, si algo es esperable es que en el futuro el impulso monetario se irá reduciendo conforme avance en el tiempo el horizonte de proyección y aumente la proyección de inflación consistente con el mayor dinamismo de la economía. En consecuencia, el señor José De Gregorio manifiesta que no le parece una política adecuada reducir las tasas si lo más probable es que en un tiempo más la política monetaria se irá haciendo más restrictiva.

Agrega que una rebaja de la tasa de interés afectaría la credibilidad y consecuentemente la efectividad de la política monetaria. Señala que, en la actualidad, gozamos de un elevado nivel de credibilidad, tal como se refleja en las expectativas de inflación reportadas en la encuesta, así como la que se deriva de los diferenciales de tasas de interés y

42

Señala asimismo, que la discusión anterior le sirve para descartar un alza de la tasa de política monetaria y discrepa de la Gerencia de División Estudios en el sentido que al alza de tasas hay que darle más consideración, le parece tanto o más descartable que una rebaja de tasas. Indica, que en todo caso coincide con la Gerencia de División Estudios en el sentido de que las noticias recientes indicarían más bien la mantención por un tiempo más prolongado que el implícito en las reuniones anteriores para iniciar un proceso de normalización del impulso monetario. Agrega que el esquema de metas de inflación no contempla la definición ex - ante de una trayectoria para la tasa de política monetaria, sino que su nivel o más bien sus cambios se van definiendo mes a mes de acuerdo a los escenarios inflacionarios más probables. Por lo tanto, no correspondería definir ahora cuándo se comenzará a endurecer la política monetaria. En tal sentido, el Consejero señor De Gregorio cree que los antecedentes recogidos para esta reunión permiten prever que la actual tasa de política monetaria permanecerá por un período más prolongado que el que se podría haber predicho en la reunión anterior.

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

El Consejero señor Manuel Marfán manifiesta que tal como se señaló, la inflación subyacente ha continuado mostrando sorpresas a la baja. Se trata de innovaciones puntuales que no tienen por qué repetirse en el futuro, pero tampoco tienen por qué revertirse. Se trata, en consecuencia, de un fenómeno que ha descomprimido las presiones inflacionarias respecto de la reunión de política monetaria anterior, y también respecto del IPOM reciente. El precio del petróleo en tanto, ha mostrado una evolución reciente que es consistente con el escenario central del IPOM. Señala que el tipo de cambio se ha depreciado más de lo que se preveía. Aparentemente, se trata de un fenómeno de arbitraje de tasas esperadas, es decir, ante la percepción de una inminente alza de tasas en los Estados Unidos de América y un rezago en la normalización de la tasa de política monetaria de Chile, es esperable una depreciación circunstancial. Se trata sin embargo de un fenómeno de corto plazo. Una vez normalizadas las tasas internacionales y en Chile, como se espera en el horizonte de proyección de 24 meses, el tipo de cambio debiera converger al nivel real de equilibrio como se supone en el escenario central del IPOM. Es decir, la desincronización entre la variación de las tasas de interés interna y externa puede generar vaivenes de corto plazo en el tipo de cambio, con efectos de corto plazo en la inflación, pero el escenario central sigue teniendo validez. Quizás, el principal cambio es que los riesgos de inflación hoy día están más balanceados que lo que se previó en el IPOM.

Por las razones señaladas, el Consejero señor Manuel Marfán reafirmó su opinión en cuanto a que la tasa de política monetaria de 1,75% es la adecuada para la coyuntura actual.

El Consejero señor Jorge Desormeaux señala que, al igual que sus dos predecesores partirá recalcando que desde el cierre estadístico del IPOM a fines de mayo no ha habido desarrollos muy importantes. Hace presente que el hecho de que la inflación subyacente esté levemente por debajo de lo proyectado; que el precio del petróleo ha descendido, aunque esto es coherente con lo señalado en el escenario central del IPOM, si bien, la trayectoria futura del precio del petróleo en los mercados a futuro es algo menos favorable que la que considera el IPOM, de manera que eso significa que existe un riesgo en esa dirección; la evolución del precio del cobre y de la actividad, todas son coherentes con nuestro escenario central del IPOM. Señala que en el caso del gasto, la evolución algo más

40

precisamente el objetivo buscado. El corolario de todos estos desarrollos es que salvo por una sorpresa en el sector minero y un tipo de cambio algo más depreciado, no hay cambios en relación a lo previsto en el IPOM de mayo.

El Consejero señor Jorge Desormeaux se pregunta si la mejor opción es mantener la tasa de política monetaria. Agrega que no necesariamente, como plantea adecuadamente en las opciones la Gerencia de División Estudios, porque las propias proyecciones del IPOM suponen una gradual reducción del estímulo monetario la que no dista mayormente de la que estima el propio mercado. Por ejemplo, la curva forward hoy día proyecta un alza de 75 puntos base para los próximos seis meses y la encuesta de expectativas una de cincuenta puntos base. Sin embargo, está claro que los 50 o 75 puntos base que el mercado considera como la dosis apropiada de ajuste a repartir en los próximos seis meses, no necesitan partir en el día de hoy. La opción de esperar y acumular más antecedentes entre otros, en relación a variables como la actividad y el gasto, el precio del petróleo y el tipo de cambio, tienen mucho valor en momentos como el actual en que la inflación efectiva sigue sorprendiendo en lo más inmediato por debajo de nuestras proyecciones.

El riesgo de equivocarse es tener que actuar más agresivamente en el futuro, como señala la Gerencia de Estudios, exacerbando la volatilidad de las tasas de interés y de la inflación, pero este parece todavía un riesgo que vale la pena correr. Y por último, esto es también lo que espera mayoritariamente el mercado.

En virtud de lo anterior, el Consejero señor Desormeaux, indica que es partidario de mantener la tasa en su nivel actual.

La Consejera señora María Elena Ovalle manifiesta que de la presentación de la Gerencia de División Estudios se desprende que la marcha reciente de la economía ha estado en línea con el IPOM de mayo pasado, aunque hay algunas noticias contrapuestas. En Estados Unidos de América se revisó por segunda vez la cifra de crecimiento del primer trimestre alcanzando un 4,4%, Japón y la Zona Euro mostraron resultados más positivos que los anticipados y las condiciones financieras globales continúan mostrándose favorables, pese a indicadores mixtos en América Latina.

Agrega que, por su parte, la economía chilena continúa afianzando su senda expansiva, apoyada en un crecimiento del PIB en el primer trimestre de 4,8%, además de un índice mensual de la actividad de abril por sobre el esperado inicialmente. Pese a esta mayor actividad, la tasa de desempleo del trimestre móvil finalizado en abril alcanzó al 8,7%. Sin embargo, es importante recordar que esta cifra se vio influenciada por la mayor participación de mujeres y jóvenes en la fuerza de trabajo, dado que seguramente perciben, que hoy en día es más factible encontrar una plaza de trabajo en donde desempeñarse. Manifiesta que, por lo tanto, es probable que el tiempo de ajuste del mercado laboral sea un poco mayor al deseado, siendo los niveles actuales de desocupación coherentes con el ritmo de actividad y costos laborales reales que muestra la economía chilena.

Asimismo, señala que en la reunión de política monetaria anterior, uno de los elementos en que se centró la discusión, fue la trayectoria del precio del petróleo. En ese momento se argumentó que no habían señales suficientes para descartar que su alza tenía un fuerte componente transitorio. La última información al respecto, válida lo anterior, por lo que los valores exhibidos a comienzos de este mes, no debiesen conformar por sí solos un factor que lleve a la inflación a registros fuera de lo esperable. Adicionalmente, tanto el tipo de cambio multilateral como el precio del cobre muestran niveles similares a los observados en la reunión pasada.

P

Agrega la Consejera señora María Elena Ovalle que lo anterior también se confirma, al observar el registro inflacionario de mayo con una variación del IPC de 0.5%, que, si bien es alta, es algo menor a lo previsto, pese al incremento en el transporte y en los combustibles. Las menores presiones inflacionarias subyacentes confirman el efecto acotado hasta ahora de estos shocks de costos por lo que no hay que sobredimensionar su impacto mirando el horizonte inflacionario que nos interesa.

Otra arista que considera de interés la Consejera señora María Elena Ovalle, son las expectativas de los agentes, en donde también se encuentran señales contrapuestas. Por una parte, las perspectivas de analistas privados refuerzan el rango de crecimiento estimado por el Banco Central de Chile, así como la convergencia al 3% de la inflación del IPC en 24 meses, pese a que las encuestas de confianza de los consumidores muestra una tercera caída consecutiva en el mes de mayo. Señala que esta dicotomía puede ser reflejo de la ya mencionada dinámica del mercado laboral, así como también de los altos niveles alcanzados por el precio del petróleo y sus derivados.

La Consejera señora María Elena Ovalle no deja de mencionar nuevamente, la expansividad de la actual política monetaria que se está aplicando y que lleva a analizar si es adecuado iniciar el proceso de normalización de dicha política implícita en nuestras proyecciones. Indica que es difícil determinar el momento adecuado para iniciar este ciclo, que desde luego no es en la reunión de hoy. Dado lo anterior, destaca lo acertado de la presentación de la Gerencia de División Estudios, al incluir en el análisis de las opciones, para esta reunión de política monetaria, una síntesis de los argumentos que incidirán en la trayectoria de la tasa de política monetaria, como son por ejemplo, el dinamismo del crecimiento de la actividad que a su vez se contrasta con los signos de debilidad en la creación de empleos, con sus alcances en los costos laborales y expansión del consumo; el efecto de los movimientos del tipo de cambio y el precio del petróleo sobre la inflación de mediano plazo, considerados en la actualidad como temporarios, pero donde no se sabe cuan transitorios lo seguirán siendo; las expectativas inflacionarias de mediano plazo, que están en su mayoría en el centro del rango meta, pero donde hay que observar cuidadosamente si éstas se comienzan a alejar de las consideradas en el escenario central.

Hace presente la Consejera señora María Elena Ovalle que su voto en esta ocasión es mantener la tasa, considerando que el escenario central se ha ido consolidando, y por ende no ve razones ni indicadores que hagan pensar en un panorama inflacionario ni de crecimiento distinto al que ha sustentado hasta ahora las decisiones anteriores de política. Por lo tanto, cree que la mantención de la tasa de política monetaria es nuevamente la alternativa más apropiada en esta oportunidad.

El Consejero señor José De Gregorio señala, que por las razones expuestas anteriormente su voto es por mantener la actual tasa de política monetaria.

El Presidente don Vittorio Corbo señala que de acuerdo a los antecedentes presentados por la Gerencia de División Estudios no hay cambios significativos desde el último IPOM y, por lo tanto, las perspectivas de inflación en un horizonte de 12 a 24 meses presentados en éste son aún válidas. Según esas perspectivas, la inflación se ubicaría en torno al 3% hacia fines de 2005. En el escenario considerado como más probable se espera que la convergencia de la tasa de inflación hacia el 3% sea gradual.

4

Hace presente que, sin embargo, este escenario central enfrenta ciertos riesgos: la evolución más probable de una serie de determinantes claves de la dinámica de la inflación – el precio del petróleo, el tipo de cambio, el precio de los bienes importados, los márgenes de comercialización y las expectativas de inflación– puede resultar distinta de lo considerado en las proyecciones. En particular, existe un riesgo que la dinámica de estos factores sea tal que la inflación supere el punto medio del rango meta hacia finales del horizonte de proyección (hay mayor riesgo que la inflación se acelere a que ésta se frene en los próximos trimestres). Estos riesgos hay que monitorearlos muy de cerca en los próximos meses.

Finalmente, indica que sin perjuicio de lo anterior, su recomendación es mantener la tasa en su nivel actual en espera de señales más claras sobre cómo evolucionarán las variables anteriores.

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

64-01-040610 – Tasa de Política Monetaria.

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

Se retira de la Sesión el señor Ministro de Hacienda, señor Nicolás Eyzaguirre Guzmán y la Asesora Macroeconómica del Ministerio de Hacienda, señora Bernardita Piedrabuena Keymer.

III. Comunicado

"En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central resolvió, por unanimidad, mantener la tasa de interés de política monetaria en 1,75% anual.

En su conjunto, los antecedentes acumulados desde la última reunión son coherentes con las proyecciones de actividad y precios del último *Informe de Política Monetaria*. Junto a una importante expansión de las cifras de comercio exterior, continúa el gradual aumento en las tasas de crecimiento del producto y del gasto. Como se anticipaba, la inflación mensual aumentó por la incidencia de movimientos en el precio de los combustibles y del tipo de cambio, efecto que se estima será principalmente pasajero. La inflación subyacente IPCX (que excluye algunos bienes cuyos precios son más volátiles) se mantiene en niveles reducidos. A futuro se espera que la inflación anual del IPC continúe en una progresiva convergencia a 3% durante el horizonte habitual de 24 meses.

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

49



El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 18,30 horas.

JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Vicepresidente

VITTORIO CORBO LIOI
Presidente

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Consejero

MARÍA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera

MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero

NICOLÁS EYZAGUIRRE GUZMÁN
Ministro de Hacienda

JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR
Ministro de Fe (S)

4



ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION DE POLITICA MONETARIA N° 65
Celebrada el 8 de julio de 2004

En Santiago de Chile, a 8 de julio de 2004, siendo las 16,00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Vittorio Corbo Lioi y con la asistencia del Vicepresidente don José De Gregorio Rebeco y de los Consejeros doña María Elena Ovalle Molina, don Jorge Desormeaux Jiménez y don Manuel Marfán Lewis.

Asiste la señora Subsecretaria de Hacienda, doña María Eugenia Wagner Brizzi.

Asisten también:

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

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

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de enero de 2005, para el día 11 de ese mes.

II. Exposición.

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

Los antecedentes recientes muestran algunos matices en el escenario macroeconómico de corto plazo respecto del Informe de Política Monetaria de mayo. Por un lado, las cifras de actividad interna del segundo trimestre apuntan a un crecimiento sobre medio punto porcentual respecto al estimado en mayo, corrección ligada a sectores tanto de oferta como de demanda. Ello, sin embargo, es aún insuficiente para cambiar el panorama de crecimiento futuro. Por otro lado, de acuerdo con las cifras del Instituto Nacional de Estadísticas, en el mercado laboral se aprecia un debilitamiento de la ocupación, que ha llevado a un incremento notorio en la tasa de desocupación. En tanto, la inflación de junio estuvo en línea con lo proyectado hace un mes.

En el escenario internacional destacó la reacción frente al inicio del ciclo de alzas de tasas de interés por parte de la Reserva Federal, la que mostró que el movimiento estaba plenamente internalizado en los precios de los activos financieros. En general, las condiciones financieras para economías emergentes se han mantenido estables, con su evolución futura vinculada estrechamente a la manera como continúen los incrementos de tasas de interés en el mundo. A su vez, el precio del cobre se ha mantenido elevado y el precio del petróleo ha vuelto a niveles más coherentes con el escenario de proyección del Informe de Política Monetaria.



Por el lado de la actividad económica interna, la información acumulada del segundo trimestre indica un dinamismo mayor que el previsto en mayo y junio. Entre los sectores con un desempeño mejor al previsto destacan la pesca, la industria y el comercio. En particular, la producción industrial muestra un nivel de actividad mayor en las ramas exportadoras y en las destinadas al consumo interno. El comercio, en tanto, mostró mejores resultados a partir del mayor dinamismo de las ventas del sector industrial y de las importaciones. Respecto de los componentes del gasto, el consumo durable continúa en niveles elevados, al tiempo que continúa la tendencia de crecimiento en los principales indicadores de consumo habitual. La formación bruta de capital del segundo trimestre ha afianzado niveles superiores a los previstos hace un par de meses, lo que se aprecia especialmente en las importaciones de bienes de capital.

Los mercados financieros locales continúan reflejando el alto grado de expansividad de la política monetaria. El crédito de consumo y de vivienda sigue en una trayectoria de expansión importante, mientras el crédito comercial y las colocaciones de bonos corporativos con propósitos de inversión revelan buenas condiciones crediticias para las empresas. La encuesta a bancos de mayo muestra que continúa fortaleciéndose la demanda y oferta de créditos, basadas en un mejor entorno macroeconómico. Los agregados monetarios, en su generalidad, acumulan tasas de crecimiento anual superiores a las de trimestres pasados.

Así, la información concreta de actividad y gasto del segundo trimestre, junto con el actual impulso monetario, indica que el panorama macroeconómico en el corto plazo sigue una senda algo más dinámica respecto de las proyecciones de crecimiento del Informe de Política Monetaria, lo que en todo caso aún no es suficiente para modificar el ritmo esperado de crecimiento para este año. En efecto, a pesar de este buen panorama en el sector real, las últimas tendencias del mercado laboral y de los distintos indicadores de expectativas de los hogares ponen una nota de cautela en este diagnóstico. La tasa de desocupación, luego de caer prácticamente sin pausas desde el 2000, en los últimos dos trimestres móviles ha mostrado un incremento cercano a medio punto porcentual en términos desestacionalizados. Los indicadores de expectativas de los hogares han caído significativamente desde sus máximos de principios de año. Aunque estos antecedentes son negativos e indican que las holguras podrían ser más duraderas que lo previsto —y que el impulso para el consumo sea menor que el anticipado— la magnitud, y principalmente la persistencia, de estos hechos debe graduarse hasta contar con más antecedentes.

A este respecto, en primer lugar, las cifras más desagregadas del mercado laboral muestran una evolución bastante heterogénea. La baja de la ocupación se explica en gran medida por un menor empleo agrícola y por una fuerte caída de la ocupación por cuenta propia, mientras que el empleo asalariado está aumentando —pese a la debilidad de las vacantes en el margen— y la ocupación en la Región Metropolitana, de acuerdo a una variedad de fuentes, sigue en una senda más estable. En segundo lugar, la evidencia disponible indica que la caída que muestran las expectativas de los hogares desde principios de año ha sido más suave que la que se deduce de su comportamiento histórico respecto de la tarifa de la locomoción colectiva, el precio de los combustibles en general, y la marcha del mercado laboral. Adicionalmente, las expectativas empresariales mostraron un repunte en la última medición.

Por el lado de los precios, la inflación de junio se ubicó dentro de lo esperado en la anterior reunión de Política Monetaria, más allá de que para el mercado constituyera un registro por sobre lo que anticipaba. El panorama de inflación en el corto plazo no ha cambiado significativamente respecto de lo considerado el mes anterior. Ello en todo caso depende de que el tipo de cambio y el precio del petróleo retornen en el corto plazo a una trayectoria coherente con el escenario base del Informe de Política Monetaria.

I. Escenario internacional

Desde la reunión anterior se han atenuado los riesgos de que el precio del petróleo resulte más alto para este año, y en Estados Unidos de América se dio el incremento de tasas de interés esperado en forma mayoritaria por el mercado. Aparte de esto, el favorable panorama externo no ha presentado cambios importantes desde la reunión anterior.



Durante las últimas semanas las proyecciones de crecimiento mundial, ponderado a paridad del poder de compra, se reducen en 0,1 punto porcentual para el bienio 2004-2005, a la vez que aumentan en igual magnitud al ponderar por los principales socios comerciales. Lo anterior está asociado al leve ajuste a la baja del crecimiento de Estados Unidos de América por la revisión del PIB efectivo del primer trimestre, que se contrarresta con revisiones al alza en las proyecciones para Japón y la zona euro.

En Estados Unidos de América, las perspectivas de crecimiento para el 2004 se consolidan con indicadores de coyuntura que apoyan un escenario dinámico para los próximos trimestres. La actividad industrial y de servicios, así como los indicadores de consumo, de confianza de consumidores y de empresas, junto a buenas cifras provenientes del mercado laboral dan cuenta de ello. En la zona euro, los primeros indicadores del segundo trimestre entregan señales positivas respecto de la recuperación, no obstante muy asimétrica en sus principales economías. Francia e Italia muestran un mayor dinamismo propio, pero Alemania sigue muy dependiente de la demanda externa. En Japón, indicadores divulgados las últimas semanas (revisión al alza del PIB del primer trimestre, gasto familiar e indicadores de confianza) apoyan la recuperación de la demanda interna, lo que le da una base más sólida de sustentabilidad al crecimiento de esta economía, hasta hace poco impulsado solo por el sector externo.

Desde la reunión pasada, el precio del cobre se ha movido entre US\$ 1,16 y US\$ 1,30 la libra. No obstante, el rango de oscilación se redujo en la segunda mitad de junio, ubicándose el techo de la banda mencionada en US\$ 1,22 en la última semana del mes. Con esto, durante el primer semestre del año el precio de este *commodity* promedió US\$ 1,252 la libra. Hacia el año 2005 se mantiene la expectativa de una trayectoria declinante para este precio, asociado al desarrollo de nuevas inversiones y a la reapertura de yacimientos ante los atractivos precios actuales. Con todo, en la medida que el precio continúe oscilando en el rango observado en los últimos días, y, apoyado por el fuerte descenso de los inventarios, no se descarta una revisión al alza en el nivel proyectado para este año.

En junio el precio del petróleo se movió en línea con lo esperado, con una trayectoria a la baja respecto de los elevados niveles de fines de mayo. Luego de bordear los US\$ 40 el barril a comienzos del mes, junio cerró con un precio en torno a US\$ 33, con lo que el primer semestre del año promedió US\$ 3,7 el barril. Aunque el precio del petróleo continuó descendiendo luego de la última reunión de política hacia niveles coherentes con el escenario central del Informe de Política Monetaria, gracias al incremento de cuotas por parte de la OPEP, datos positivos de producción, y la entrega del poder en Irak, en los últimos días este precio ha mostrado una nueva alza, ubicándose en torno a US\$ 36 por barril en lo más reciente. No obstante, los fundamentos de este mercado, tales como fuerte demanda por parte de los principales consumidores (Estados Unidos de América., China y Japón), niveles de inventarios históricamente bajos; y espacios limitados para incrementar la oferta de crudo, siguen en línea con lo previsto hace un tiempo, por lo que las proyecciones de precio para este y el próximo año se mantienen inalteradas y permanece un sesgo al alza en el precio proyectado.

Tal como se esperaba, los mercados financieros más desarrollados tenían internalizado el inicio del ciclo de alzas de la tasa de los fondos federales de Estados Unidos de América (+25 puntos base, ubicándose en 1,25%). Respecto de comunicados anteriores, se mantiene la indicación de que los riesgos están balanceados y el proceso de alza de tasas de interés sería a una velocidad mesurada, pero agrega que la autoridad monetaria responderá a cambios en las condiciones de manera de cumplir con la obligación de mantener la estabilidad de precios. Así, el mercado espera un proceso de alzas con velocidad mesurada, con aumentos adicionales que totalizarían 75 puntos base a fin de año, de los cuales 25 puntos base se producirían en agosto. Esta trayectoria, con los fondos federales finalizando el año en 2%, implica 25 puntos base más de lo que se anticipaba algunas semanas atrás. Esto se justifica no sólo por el alza en varias medidas de inflación y expectativas de la misma, denotando un traspaso del incremento de los precios de los *commodities*, sino también por las claras señales de recuperación que está dando el mercado laboral, el que en los últimos tres meses creó más de 900 mil empleos. Para la zona euro, en tanto, las expectativas de que el primer incremento en la tasa repo no se dará en el presente año se mantienen, sustentadas en una recuperación más modesta de la economía de la zona, y tasas de inflación subyacente que aún se encuentran dentro de la meta.



No se apreciaron movimientos muy significativos en las tasas de interés de largo plazo, especialmente en Estados Unidos de América y la zona euro, donde los rendimientos de bonos de largo plazo fueron similares a los de principios de junio, en línea con la ausencia de antecedentes demasiado sorprendentes en la trayectoria de la inflación y la actividad.

En términos de paridades, la menor fortaleza relativa de la actividad en la zona euro contrarresta las presiones a la depreciación del dólar ante el abultado déficit en la cuenta corriente de EE.UU., el que llegó en el primer trimestre de este año a 5,2% del PIB. Por su parte, las bolsas han permanecido relativamente estables en el último mes.

En Japón, los indicadores financieros señalan la fuerte actividad registrada en el primer trimestre, junto con signos del traspaso del dinamismo al consumo interno y estimaciones de que el proceso deflacionario estaría llegando a su fin. Esto se reflejó especialmente, en el rendimiento del bono a diez años, el que ha experimentado un alza cercana a los 50 puntos base desde principios de año, y hoy se sitúa en la vecindad de 1,85%. No obstante, la publicación reciente de indicadores algo más débiles podría poner alguna cota al proceso alcista en el rendimiento del bono.

Las condiciones de financiamiento externo de las economías emergentes se mantienen relajadas, dado que a la relativa estabilidad de las tasas de interés de largo plazo en los mercados desarrollados se suma la permanencia de los spreads soberanos en niveles bajos. En todo caso, la mayor disponibilidad de flujos de capitales para las economías emergentes hasta el momento se ha canalizado más hacia las economías asiáticas que para América Latina, cuya deuda aparece más sensible a la magnitud y rapidez en que se lleve a cabo el proceso de alza de tasas en las economías desarrolladas.

II. Mercados financieros

Tasas de interés

Los mercados financieros en el último mes han reaccionado con intensidad a los movimientos del tipo de cambio y del petróleo. La mayoría de las medidas de expectativas de inflación cayeron durante junio. La compensación inflacionaria implícita en los bonos nominales a dos y cinco años se sitúan en 1,8%, equivalente a caídas cercanas a 50 puntos base respecto del cierre de la reunión de junio. Por su parte, las expectativas de inflación a un año plazo de las mesas de dinero se sitúan en 2,05% (-40 puntos base en relación con el cierre de la reunión anterior), mientras a dos años se caen a 2,6% (-10 puntos base). En todo caso, se estima que estos movimientos son bastante inusuales por su magnitud, lo que impone una cuota de cuidado en la interpretación de las cifras.

Los resultados parciales de la encuesta de expectativas económicas de julio indica una inflación de 2,5% a un año plazo, cifra que se mantiene en 3% a dos años plazo.

Por otro lado, este ajuste en la compensación inflacionaria se dio en los instrumentos tanto de renta fija como de renta variable. Las tasas de interés de los instrumentos reajustables subieron del orden de 30 puntos base, ubicándose los Pagarés Reajustables del Banco Central en 2,5% a cinco años y en 3,7% a diez años. En cambio, las tasas de interés de los bonos en pesos revirtieron gran parte del alza del mes anterior (entre 15 puntos base y 20 puntos base) al transarse en torno a 2,9% a dos años y a 4,3% a cinco años. Este comportamiento obedeció, en gran medida, a las expectativas de menor inflación y, en menor medida, a la sustitución por instrumentos de renta fija privados.

Con todo, las expectativas para la tasa de política monetaria implícitas en la curva forward se mantienen prácticamente inalteradas respecto de la reunión anterior. Se continúa esperando un aumento del orden de 75 puntos base en los próximos seis meses y de otros 75 puntos base en los siguientes seis meses. En tanto, resultados parciales de la encuesta de expectativas de julio indican que a fines de año la tasa de política monetaria estaría 25 puntos base por sobre su nivel actual, con un incremento adicional de 75 puntos base para mediados del año 2005.



Agregados monetarios

Durante junio, los agregados monetarios presentaron importantes expansiones anuales en todas sus medidas. La tasa de crecimiento anual del M1A alcanzó al 20,9%, mientras la del M2A se situó en 7,6% y la del M7 en 3,4%. Las Administradoras de Fondos de Pensiones se caracterizaron por mantener una cartera más líquida, preferentemente en depósitos a plazo. Esto se explicó por la importante colocación de bonos corporativos de fines de junio.

Condiciones de crédito y financiamiento

De acuerdo con los resultados de las encuestas a instituciones financieras de mayo, tanto la oferta como la demanda de créditos se continúan fortaleciendo en el sector bancario, lo que se atribuye al mejoramiento del entorno económico.

La deuda bancaria creció 6% en términos nominales durante mayo, acentuando la trayectoria al alza que presenta desde comienzos de año. Por tipo de crédito, los de consumo mantienen el auge previo con tasas de variación en doce meses de 17%. Sin embargo, las tasas de interés de estas colocaciones exhibieron alzas de 50 puntos base en promedio durante junio.

Los préstamos para la vivienda crecieron 11% en términos anuales durante mayo, sobresaliendo el crecimiento de 60% anual en productos distintos de las letras de crédito y mutuos hipotecarios, tales como préstamos hipotecarios a tasa flexible o por el 100% del valor de la vivienda. Como contrapartida, los habituales canales de financiamiento han perdido participación en el curso del 2004, con letras de crédito y mutuos hipotecarios que representan 64% y 13,5% de este mercado, respectivamente, comparados con el 69% y el 16% que representaban a mediados del año 2003. A pesar de que la evolución de la tasa de interés de las letras de crédito hipotecario fue al alza en el mes, promediaron niveles similares a los de mayo: 4,4%.

En mayo, la tasa de crecimiento anual de la deuda de empresas llegó a 1%, luego de casi un año de cifras negativas. Las tasas de interés de estos créditos se ubican en promedio 50 puntos base por sobre los promedios de mayo. Destacó en junio el importante volumen de emisiones de bonos corporativos (UF 23,5 millones). A diferencia de emisiones previas, resalta el hecho de que la totalidad de los recursos esté destinado a proyectos de inversión. Las colocaciones de estos bonos se caracterizaron por una alta demanda, la que se reflejó en el bajo *spread* por sobre los Pagarés Reajustables del Banco Central (entre 30 puntos base y 50 puntos base) y en la trayectoria de las tasas de interés de las letras de crédito hipotecario.

Bolsa

En junio, el IPSA creció 3,1% en dólares y 3,8% en pesos, acumulando en el año caídas de 0,1% en pesos y de 6,2% en dólares. Destacó el anuncio de nuevas emisiones de acciones por un monto aproximado de US\$ 300 millones por parte de empresas del sector financiero y del comercio. Las bolsas internacionales tuvieron alzas en el mes. El *Dow Jones* aumentó 2,4% y el *Nasdaq* 3,1%, acumulando en el año variaciones de -0,2% y 2,2%, respectivamente.

Tipo de cambio

Desde la reunión de junio, el tipo de cambio se ha apreciado 2,2%. El movimiento del peso estuvo determinado por la depreciación de las monedas de la región en la primera mitad de junio y luego por la depreciación del dólar en el mundo. De esta manera, en lo más reciente el tipo de cambio observado se cotiza entre \$ 630 y \$ 640 por dólar, niveles similares a los de fines de mayo. Al medir la evolución de la moneda local respecto de una canasta de monedas, la apreciación ha sido menor: 1,2% con respecto al TCM y al TCM-5.

En cuanto a las perspectivas para el tipo de cambio, resultados parciales de la encuesta de expectativas de julio indican que a un año plazo el peso se depreciaría del orden de 1% respecto de su nivel actual, valor que llega a 3% a dos años plazo. Ello es coherente con un diferencial entre tasas de interés nominal internas y externas que se ha mantenido constante durante todo el mes.



Por su parte, el tipo de cambio real se ha depreciado 0,8% desde mayo a la fecha, cifra que es de 1,1% para el TCR-5. En junio el tipo de cambio real se ubicó en el nivel más alto del año (102,9) equivalente a una depreciación acumulada de 6,2% respecto de diciembre. El diferencial real ha mostrado una trayectoria estable, explicada por el efecto combinado del alza de tasas de interés locales y la disminución del *spread* que ha compensado el alza de las tasas de interés externas.

III. Demanda y cuentas externas

Consumo y existencias

En mayo, el consumo continuó con cifras positivas. El consumo habitual mantuvo una trayectoria creciente de sus niveles, mientras el consumo durable, aunque con niveles menores en el margen, siguió significativamente por encima de los registros de 2003.

Pese a la evolución de los indicadores de consumo, las expectativas de los consumidores continúan deteriorándose. En junio, la percepción de los consumidores según la encuesta de Adimark (IPEC) y Opina (ICC), muestran un nuevo retroceso. En todo caso, la evidencia disponible indica que la caída que muestran las expectativas de los hogares desde principios de año ha sido —si algo— más suave que la que se deduce del desempeño reciente de la tarifa de la locomoción colectiva, el precio de los combustibles en general, y la marcha del mercado laboral.

En el segundo trimestre se espera una desacumulación de existencias. Ello se apoya en indicadores parciales como la relación de producción a ventas industriales, la información de producción y exportaciones minera y los antecedentes aportados por el IMCE en los últimos tres meses, los cuales indican que la industria y la minería han ajustado a la baja sus niveles de *stock* durante el trimestre.

Formación bruta de capital fijo

Los indicadores parciales de inversión, aunque con un relativo estancamiento, continúan registrando niveles muy superiores a los observados en el 2003. Destaca el componente de maquinarias y equipos, debido al mejor desempeño de las importaciones de bienes de capital respecto de lo esperado el mes anterior.

En el sector inmobiliario, las ventas de viviendas Cámara Chilena de la Construcción de mayo crecieron considerablemente respecto del mes anterior, acumulando 4.570 unidades vendidas en lo que va del año, nivel similar al de 2003 en igual fecha. El *stock*, en tanto, continuó con la tendencia decreciente que mantiene desde comienzos de este año. Con todo, el período necesario para liquidar el *stock* se redujo en dos meses.

Política fiscal

En mayo, el balance acumulado del Gobierno Central llegó a 0,7% del PIB. Destacó el aumento de 20% anual en los ingresos presupuestarios, explicado por el crecimiento de 17,9% anual de los ingresos tributarios. Los gastos presupuestarios y con efecto macroeconómico, crecieron alrededor de 5,5% anual, en línea con lo observado en los meses anteriores.

Sector externo

En junio, las exportaciones e importaciones alcanzaron US\$ 2.314 y US\$ 1.845 millones, lo que representa crecimientos anuales de 42% y 21% para las ventas y compras al exterior, respectivamente.

Se estima que en el segundo trimestre el volumen de los envíos al exterior creció 11% anual, mientras los precios aumentaron 33%. Destacaron los precios de las exportaciones mineras (73%) y el aumento del volumen de la industria (11%). El volumen de las importaciones, en tanto, habría aumentado 9% anual mientras sus precios lo hicieron en 7%. Resalta el



incremento del quantum de las internaciones de bienes de consumo (23%) e intermedias (9%). Las compras de bienes de capital crecieron significativamente en el trimestre (8%), reflejando importantes correcciones al alza respecto de la proyección de mayo pasado.

IV. Actividad y empleo

En mayo, el crecimiento de la actividad fue superior al estimado en la reunión anterior. Ello se debió a una mayor producción efectiva en minería e industria, y al mejor resultado del comercio, gracias al crecimiento de las ventas industriales.

La producción industrial creció 4,7% anual en el mes, 0,8 punto porcentual superior a lo proyectado, debido a un mejor desempeño en los sectores orientados al mercado externo (5,7%) y al consumo interno (5,0%). En el caso del mercado externo, destacó pesca que mantuvo el significativo incremento de los meses previos. En las ramas ligadas al consumo interno, en tanto, sorprendió la mayor producción de lácteos y de imprenta y editoriales.

Las cifras de mayo, sumadas a la revisión de las consideradas para junio, configuran un panorama de actividad para el segundo trimestre que es entre medio y un punto porcentual superior al previsto en el Informe de Política Monetaria de mayo y en la última reunión. Las mayores correcciones se han producido en los sectores de pesca, industria y comercio.

Mercado laboral

De acuerdo con las cifras del Instituto Nacional de Estadísticas sobre el mercado laboral, para el trimestre móvil marzo-mayo, la ocupación se debilitó más de lo previsto, generando un incremento no menor en la tasa de desocupación. Descontando efectos estacionales, se perdieron alrededor de siete mil puestos de trabajo respecto del trimestre móvil finalizado en abril.

La tasa de desempleo, eliminada la estacionalidad, aumentó por tercer mes consecutivo para situarse en 9,2%. Este comportamiento también es apreciable en la población primaria (hombres entre 25 años y 54 años). En este contexto de menor ocupación, la tasa de participación de la fuerza de trabajo total se mantuvo estable, al mismo tiempo que en la población femenina se apreció un sostenido aumento.

Las implicancias de estos hechos sobre la evaluación del mercado laboral deben graduarse en función de un mayor número de antecedentes. Ello, porque la evolución más desagregada del mercado laboral muestra un escenario bastante heterogéneo.

Por un lado, la caída de la ocupación se explica en gran medida por un menor empleo agrícola y una fuerte caída de la ocupación por cuenta propia.

Por otro lado, el empleo asalariado está aumentando, pese a la debilidad de las vacantes en el margen. A su vez, aunque con rezagos en la información, medidas alternativas de ocupación como el empleo industrial de la Sociedad de Fomento Fabril y la ocupación de la Asociación Chilena de Seguridad siguen con una tendencia de relativa expansión.

A lo anterior se suma el incremento que registra la ocupación en la Región Metropolitana, tanto en la medición del Instituto Nacional de Estadísticas como en la de la Universidad de Chile.

Finalmente, existe una cuota de escepticismo respecto de la precisión de la información más reciente del Instituto Nacional de Estadísticas. Ello porque se aprecian movimientos en algunas subcategorías que, en principio, por su magnitud podrían ser algo anómalos. En general, en períodos previos la dispersión por subcategorías se incrementaba a la par entre todas ellas. En la última información, sin embargo, sólo se produce un aumento en la dispersión por categoría, lo que es el reflejo de la fuerte caída del empleo por cuenta propia, que se ubica en niveles similares a los de fines de 2002.



V. Precios

En junio el IPC tuvo una variación de 0,4%, cifra que fue de 0,3% para el IPCX y 0,1% para el IPCX1. Así, el incremento del IPC en doce meses llegó a 1,1%, mientras el del IPCX se situó en 0,6% y el del IPCX1 en 0,4%.

El IPCX2, en tanto, aumentó 0,1% en el mes, con una tasa de variación anual que descendió a 0,1%. En cuanto a las medias podadas del IPC e IPCX, a diferencia de lo ocurrido en el último año y medio, en junio se apreció un incremento en su tasa de variación anual. En cuanto al IPCX1, la generalidad de sus medidas no mostró cambios de relevancia. La mediana de las variaciones mensuales del IPCX1 aumentó marginalmente respecto del mes anterior, lo mismo que el incremento mensual desestacionalizado de este índice.

Respecto del número de ítems que mensualmente aumentan de precio, en junio se apreció un incremento, teniendo como contrapartida un descenso de los que no sufren cambios. El promedio móvil trimestral del incremento mensual anualizado de la serie desestacionalizada del IPC, el IPCX y el IPCX1 siguió indicando un incremento en la inflación de estos índices.

En junio, los grupos que presentaron alzas en el promedio de sus precios son: transporte (1,5%), vivienda (0,8%) y alimentación (0,2%). Mientras que se constataron disminuciones en los grupos otros (-0,3%) y vestuario (-0,2%). Equipamiento de la vivienda, salud, educación y recreación, permanecieron sin variación.

La inflación de junio estuvo en línea con lo estimado en la reunión anterior, produciéndose las principales diferencias en el rubro de vivienda. Ello por un incremento en los combustibles de uso doméstico mayor al supuesto inicialmente.

En mayo, la tasa de crecimiento anual de los salarios nominales descendió marginalmente. El índice de remuneraciones por hora y del costo de la mano de obra registraron una variación anual de 3,0%.

El costo laboral unitario privado disminuyó su tasa de crecimiento anual con respecto al mes anterior (0,1%), trayectoria que fue más evidente en el sector industrial producto del importante incremento de productividad en el sector.

Perspectivas de inflación en el corto plazo

Estimaciones iniciales indican que en julio el IPC tendría una variación de 0%, con lo que su tasa de variación en doce meses se situaría en 1,1%, en línea con lo esperado en la reunión de junio. La baja inflación del mes se explicaría por las sucesivas bajas del precio de la gasolina, lo que se compensaría con aumentos en la tarifa de la locomoción colectiva y algunos servicios básicos. El IPCX y el IPCX1 tendrían incrementos mensuales de 0,2% y 0,1%, respectivamente, equivalentes a tasas de variación anual de 0,8% y 0,6% para el IPCX e IPCX1, respectivamente.

En el tercer trimestre el incremento anual de IPC promediaria 0,9%, cifra 0,2 punto porcentual menor a la considerada en el Informe de Política Monetaria, y cuya diferencia está totalmente explicada por la menor inflación de mayo. El IPCX e IPCX1 tendrían incrementos anuales promedio en el tercer cuarto del año de 0,8% y 0,7%, respectivamente. Estas cifras son $\pm 0,2$ punto porcentual menores a las incluidas en el Informe de Política Monetaria producto de la menor inflación efectiva de mayo. Para comienzos de 2005 el IPC tendría una tasa de variación anual de 2,1%, cifra que llegaría a 1,8% para el IPCX y a 2% para el IPCX1.

Las proyecciones presentadas consideran leves correcciones del tipo de cambio respecto de la reunión anterior, a la vez que se modifica marginalmente a la baja el precio del petróleo Brent. A lo anterior se suma un aumento no anticipado de \$ 10 en el pasaje de la locomoción colectiva en julio, incremento que sería revertido en octubre, manteniéndose un descenso adicional en el cuarto trimestre, que actualmente se estima para diciembre.



Modelos alternativos indican que durante el segundo semestre del año la inflación IPC y subyacente estaría en niveles algo por debajo de los proyectados en el modelo base. Por un lado, la estimación del IPCX1 a través de modelos alternativos señala una inflación promedio para el segundo semestre de entre 0,8% y 0,9%. Esto implica que, en igual lapso, la variación promedio anual del IPC se ubicaría, de acuerdo con estos modelos, entre 0,9% y 1%.

A continuación, el Presidente señor Corbo, solicita al Gerente de División Estudios que presente las Opciones.

El señor Valdés señala lo siguiente:

1. En la reunión de política monetaria de junio, el Consejo decidió mantener la tasa de interés de política en 1,75% anual. Se consideró que los antecedentes disponibles no modificaban el panorama de un aumento gradual de la inflación anual hasta 3% hacia fines del 2005. Por un lado, tanto el precio del petróleo como el tipo de cambio se ubicaban por sobre la trayectoria implícita en las proyecciones del Informe de Política Monetaria, situación probablemente transitoria, mientras las cifras de actividad reafirmaban el panorama de mayor crecimiento para este año. Por otro lado, la inflación subyacente alcanzaba registros algo por debajo de los previstos en el Informe.
 2. Desde la última reunión las principales noticias son las siguientes:
 - Más allá de las fluctuaciones de las proyecciones ocurridas en las últimas semanas, las medidas de inflación IPC y subyacentes de junio fueron iguales a las esperadas hace un mes.
 - A pesar de que se inició la normalización de la tasa de interés de política en Estados Unidos de América, la mayor volatilidad en los mercados emergentes ha continuado decayendo, en parte gracias al lenguaje de la Reserva Federal y los datos más recientes de la economía norteamericana, que hacen más probable un aumento pausado de tasas. La disminución de 20 puntos base en la tasa de interés del bono del Tesoro a diez años en las últimas dos semanas corrobora lo anterior.
 - Aunque el precio del petróleo continuó descendiendo luego de la última reunión de política hacia niveles coherentes con el escenario central del Informe de Política Monetaria, en los últimos días este precio ha mostrado una nueva alza, ubicándose en torno a US\$ 36 por barril. Desde la última reunión, considerando el promedio de los últimos tres días en cada caso, el tipo de cambio nominal disminuyó cerca de 2% mientras el tipo de cambio real lo hizo en aproximadamente la mitad. Con ello, el tipo de cambio real se ubica cerca de 4% por encima del valor de largo plazo considerado en el escenario base de proyecciones.
 - El precio del cobre se ha mantenido sobre US\$ 1,20 por libra en lo más reciente, alcanzado valores sobre US\$ 1,25 en algunas jornadas.
 - Si bien los datos de actividad de mayo estuvieron cerca de lo previsto, se consolida un escenario de mayor crecimiento del PIB en el segundo trimestre al esperado en el Informe de Política Monetaria, escenario que ya se manifestaba el mes pasado. Desde la última reunión, las cifras de inversión han continuado mejorando. Las cifras del mercado laboral, por el contrario, fueron sorpresivamente pobres, con una caída en la contratación en el último trimestre móvil y un aumento del desempleo. De persistir esta debilidad del mercado laboral podría influir en la fortaleza de las cifras de consumo, las que por ahora se mantienen positivas. Los indicadores de expectativas de consumidores, en tanto, han continuado disminuyendo.
- 4



- Los indicadores de expectativas inflacionarias han tenido comportamientos a la baja. Por un lado la compensación inflacionaria a dos y cinco años disminuyó por debajo de 2%. Las expectativas a un año de la encuesta a mesas disminuyó hasta cerca de 2% mientras que a dos años se movió marginalmente a la baja a 2,6%. En la encuesta a analistas las expectativas disminuyeron una décima hasta 2,5% a once meses, manteniéndose en 3% a dos años.
3. Con los antecedentes acumulados, mantener la tasa de política monetaria en su nivel actual es probablemente la opción más plausible. Por otro lado, es importante destacar que en el escenario central de proyección el solo paso del tiempo hace que la opción de incrementar la tasa de interés tome más preponderancia.
 4. Al igual que el mes pasado, no parece haber argumentos para justificar una rebaja de la tasa de interés.
 5. Se puede justificar la opción de mantener la tasa de política monetaria considerando que, en su conjunto, los antecedentes parecen ser insuficientes para modificar el cuadro de proyecciones de inflación para los próximos trimestres. Por un lado, ni los datos efectivos de inflación —que estuvieron dentro de lo esperado— ni los de crecimiento son demasiado diferentes a los considerados en el escenario central del Informe de Política Monetaria, aunque podrían ser coherentes con un crecimiento algo mayor y presiones subyacentes de precios marginalmente más atenuadas que las consideradas. Con todo, más allá de los habituales vaivenes en la información mensual, la velocidad de las distintas medidas de inflación continúa aumentando, tal como se preveía, por lo que los matices son respecto de si ese aumento de velocidad es mayor o menor que el adecuado, no de si está aumentando o disminuyendo la inflación. Por otro lado, las cifras del mercado laboral —más débiles, aunque señalando aumentos de productividad y disminución del ritmo de crecimiento de los costos laborales unitarios—, y la persistencia del tipo de cambio real y del precio del petróleo por encima de la senda prevista en el último ejercicio de proyecciones tienen implicancias contrapuestas para la trayectoria más probable de la inflación. Por ahora, no parece haber suficiente información para dilucidar cuál de estos factores, si alguno, será predominante en la evolución futura de la inflación. El cuadro que muestra las medidas de expectativas de inflación en parte refleja esto.
 6. Por cierto, esta opción de mantener la tasa habría perdido preponderancia sin las señales de debilidad que se han visto en el mercado laboral y la ausencia de sorpresas positivas en inflación.
 7. Por su parte, se podría justificar la opción de aumentar la tasa de interés si se evaluara conveniente comenzar a disipar la marcada diferencia entre la tasa de interés actual y las distintas estimaciones de la tasa neutral, que la ubican en un rango de 6% a 7% nominal. Como se ha discutido otras veces, es previsible que, en ausencia de nuevos *shocks* de precios, la tasa de política monetaria deba ubicarse en torno a los niveles neutrales cuando la economía esté en pleno empleo, lo que de acuerdo con las proyecciones sucedería en un período de aproximadamente dos años en el escenario central. Como referencia, las tasas de interés de mercado implícitamente consideran —como el mes pasado— un aumento de la tasa de política monetaria de poco menos de 300 puntos base en dos años, cifra que es algo menor que los cálculos que se derivan de los análisis de tasa neutral. Si se prevé que aumentar la velocidad de ajuste implícito no provocará inconvenientes, la justificación de mantener se ve reforzada. Por el contrario, si se evalúa que hay riesgos asociados a aumentar la velocidad de normalización, el argumento de mantener pierde fuerza.
 8. Desde el punto de vista táctico de la política monetaria, cabe mencionar que el mercado no espera un cambio de la tasa de política monetaria en esta reunión, probablemente reflejando el panorama mixto de la información acumulada. Además de evaluar la conveniencia del posible efecto de un cambio sorpresivo en la tasa de política monetaria sobre algunos precios financieros claves, este cambio debería ser claramente explicado para evitar que se percibiera como una variación en la función de reacción del Banco Central. Cabe mencionar, además, que este cambio podría ser especialmente importante



dado que señalaría el inicio de una probable secuencia de movimientos. Adicionalmente, considerando el poco tiempo transcurrido desde el inicio de los aumentos de tasas en Estados Unidos de América, un movimiento en la tasa de política monetaria ahora arriesga ser percibido como un mensaje confuso, incluso contradictorio, con respecto a la autonomía monetaria que tiene el país.

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

El Consejero señor Marfán, manifiesta que el análisis de la Gerencia de División Estudios lo interpreta plenamente, y sólo agregaría dos aspectos que, a su juicio, refuerzan la conclusión final y que tienen que ver con los escenarios de riesgo. En primer lugar, el aumento de la tasa de interés en Estados Unidos, el comunicado que acompañó a ese aumento de tasa y la reacción del mercado, refuerzan el escenario base planteado en el último Informe de Política Monetaria, de un aumento relativamente suave de la tasa de interés en ese país, que a su juicio reducen la probabilidad del escenario de riesgo que se planteó en el Informe de Política Monetaria respecto de un aumento más acelerado de las tasas de interés internacionales. En segundo lugar, los eventos recientes sí llaman a tener más cuidado respecto del escenario de riesgo de un mayor precio internacional del petróleo durante los próximos 18 meses respecto del escenario central. Estos dos factores tienden a compensar los riesgos respectivos de desviaciones respecto del escenario central. Se está hablando que en un caso disminuye la probabilidad del escenario de riesgo y en otro la aumenta y, esas dos probabilidades tienden a compensarse. Con todo habrá que seguir observando la evolución del escenario externo, que por ahora, no justifica cambios en la política monetaria chilena.

Asimismo, expresa que en el frente interno se han disipado los riesgos que se derivaron del racionamiento del gas argentino y que, a su juicio, parece ser el principal elemento detrás del deterioro relativo de las expectativas. Más en lo coyuntural, agrega, se observa un relativo aflojamiento del mercado laboral, aunque aún es prematuro para distinguir si se trata de un fenómeno transitorio o que va a tomar algún tiempo en disiparse y, por otro lado, también un crecimiento de la inversión bastante superior al esperado. En todo caso, no se trata de eventos que impliquen cambios sustanciales en el escenario central de convergencia a la inflación meta en el horizonte habitual de política.

En mérito de lo anterior, su voto es por mantener la tasa de política monetaria en su nivel actual de 1,75%.

El Consejero señor Desormeaux, señala que en el escenario internacional, el informe que han recibido indica que el precio del petróleo está por encima de la trayectoria que se esperaba en el Informe de Política Monetaria de mayo, lo que ya sucedió el mes pasado. En su opinión, le parece cada vez más realista suponer que esta trayectoria nos va a acompañar por algún tiempo. Tal como lo señalara hace un tiempo, las elecciones presidenciales en los Estados Unidos son una fuerte tentación para la comisión de atentados terroristas, lo cual puede impulsar el precio de este producto incluso más arriba que el actual.

Por otro lado, la trayectoria a la apreciación del tipo de cambio real que supone también nuestro informe de mayo, ha sido menos marcada de lo previsto, lo cual se añade a lo anterior como un factor de impulso adicional para la inflación futura. Es cierto que la inflación subyacente ha seguido el curso previsto en el mes pasado e incluso algo más reducido de lo que habíamos previsto en el Informe de Política Monetaria, y también es cierto que el mercado laboral muestra más debilidad de lo proyectado. Ello apunta a una menor inflación futura.

También se agrega el hecho que las expectativas de inflación muestran un ajuste hacia abajo, en el caso de aquéllas derivadas de los mercados financieros, pero otros indicadores sugieren que la debilidad del mercado laboral podría ser muy transitoria. En particular, señala, la evolución reciente del PIB para el segundo trimestre y el gasto, ambos más dinámicos de lo estimado, lleva a pensar que el Banco Central debe evaluar cuidadosamente el momento oportuno para comenzar a revertir el significativo impulso monetario vigente. Cree que tal vez este momento está más próximo de lo anticipado, pero a pesar de esa inquietud,



dado que señalaría el inicio de una probable secuencia de movimientos. Adicionalmente, considerando el poco tiempo transcurrido desde el inicio de los aumentos de tasas en Estados Unidos de América, un movimiento en la tasa de política monetaria ahora arriesga ser percibido como un mensaje confuso, incluso contradictorio, con respecto a la autonomía monetaria que tiene el país.

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

El Consejero señor Marfán, manifiesta que el análisis de la Gerencia de División Estudios lo interpreta plenamente, y sólo agregaría dos aspectos que, a su juicio, refuerzan la conclusión final y que tienen que ver con los escenarios de riesgo. En primer lugar, el aumento de la tasa de interés en Estados Unidos, el comunicado que acompañó a ese aumento de tasa y la reacción del mercado, refuerzan el escenario base planteado en el último Informe de Política Monetaria, de un aumento relativamente suave de la tasa de interés en ese país, que a su juicio reducen la probabilidad del escenario de riesgo que se planteó en el Informe de Política Monetaria respecto de un aumento más acelerado de las tasas de interés internacionales. En segundo lugar, los eventos recientes sí llaman a tener más cuidado respecto del escenario de riesgo de un mayor precio internacional del petróleo durante los próximos 18 meses respecto del escenario central. Estos dos factores tienden a compensar los riesgos respectivos de desviaciones respecto del escenario central. Se está hablando que en un caso disminuye la probabilidad del escenario de riesgo y en otro la aumenta y, esas dos probabilidades tienden a compensarse. Con todo habrá que seguir observando la evolución del escenario externo, que por ahora, no justifica cambios en la política monetaria chilena.

Asimismo, expresa que en el frente interno se han disipado los riesgos que se derivaron del racionamiento del gas argentino y que, a su juicio, parece ser el principal elemento detrás del deterioro relativo de las expectativas. Más en lo coyuntural, agrega, se observa un relativo aflojamiento del mercado laboral, aunque aún es prematuro para distinguir si se trata de un fenómeno transitorio o que va a tomar algún tiempo en disiparse y, por otro lado, también un crecimiento de la inversión bastante superior al esperado. En todo caso, no se trata de eventos que impliquen cambios sustanciales en el escenario central de convergencia a la inflación meta en el horizonte habitual de política.

En mérito de lo anterior, su voto es por mantener la tasa de política monetaria en su nivel actual de 1,75%.

El Consejero señor Desormeaux, señala que en el escenario internacional, el informe que han recibido indica que el precio del petróleo está por encima de la trayectoria que se esperaba en el Informe de Política Monetaria de mayo, lo que ya sucedió el mes pasado. En su opinión, le parece cada vez más realista suponer que esta trayectoria nos va a acompañar por algún tiempo. Tal como lo señalara hace un tiempo, las elecciones presidenciales en los Estados Unidos son una fuerte tentación para la comisión de atentados terroristas, lo cual puede impulsar el precio de este producto incluso más arriba que el actual.

Por otro lado, la trayectoria a la apreciación del tipo de cambio real que supone también nuestro informe de mayo, ha sido menos marcada de lo previsto, lo cual se añade a lo anterior como un factor de impulso adicional para la inflación futura. Es cierto que la inflación subyacente ha seguido el curso previsto en el mes pasado e incluso algo más reducido de lo que habíamos previsto en el Informe de Política Monetaria, y también es cierto que el mercado laboral muestra más debilidad de lo proyectado. Ello apunta a una menor inflación futura.

También se agrega el hecho que las expectativas de inflación muestran un ajuste hacia abajo, en el caso de aquéllas derivadas de los mercados financieros, pero otros indicadores sugieren que la debilidad del mercado laboral podría ser muy transitoria. En particular, señala, la evolución reciente del PIB para el segundo trimestre y el gasto, ambos más dinámicos de lo estimado, lleva a pensar que el Banco Central debe evaluar cuidadosamente el momento oportuno para comenzar a revertir el significativo impulso monetario vigente. Cree que tal vez este momento está más próximo de lo anticipado, pero a pesar de esa inquietud,



coincide con el informe de la Gerencia de División Estudios, en el sentido que este momento no es ahora y que el mercado no espera un cambio de tasa. Agrega, que el Banco Central ha dado señales recientemente de que no va a seguir los movimientos de la Reserva Federal de cerca, por lo tanto un movimiento ahora sería una sorpresa y como tal llevaría al mercado a suponer que o existen noticias nuevas, que no conoce el mercado y sí el Banco Central y que la justifican, o bien, que ha cambiado la función de reacción del Banco Central o que su autonomía es más limitada de lo estimado, como indica el informe de la Gerencia de División Estudios.

En conclusión, cree que la opción de mantener es la más apropiada para esta reunión, por lo cual vota por ella, pero también cree que llegó la ocasión de revisar muy cuidadosamente los antecedentes disponibles para elegir el momento óptimo de iniciar el proceso de normalización de la tasa de política monetaria y junto con ello, preparar al mercado antes de dar dicho paso.

La Consejera señora María Elena Ovalle, señala que tal como lo indica la presentación de la Gerencia de División de Estudios, se mantiene el escenario contemplado en el Informe de Política Monetaria de mayo con sólo unos matices de diferencia. El panorama externo no ha manifestado cambios significativos desde la última reunión, salvo el aumento en 25 puntos base de la tasa rectora norteamericana, que al generar pocas fluctuaciones en los mercados internacionales, da cuenta de su internalización previa tanto en tiempo como en magnitud. En las principales economías se observa un aumento en algunos índices de precios, pero que hasta ahora no denotan presiones inflacionarias externas adicionales.

En el plano interno, si bien es cierto la actividad mensual se ha comportado según la dinámica prevista, el desempeño del mercado laboral y las expectativas de los hogares han evidenciado cierto retroceso. En el primer caso, la desocupación en términos desestacionalizados nos habla de una pérdida de cerca de 7 mil plazas de trabajo respecto al trimestre móvil inmediatamente anterior, a pesar del aumento en el margen del empleo asalariado y el menor ritmo de expansión de los costos laborales unitarios. La disminución en la tasa de desempleo mostrará probablemente un rezago mayor al deseado, ya que antes debiésemos esperar incrementos en la producción e inversión, que es lo que justamente hemos estado observando en los últimos meses. Por su parte, el IPC y las medidas subyacentes, así como las expectativas inflacionarias de mediano plazo, continúan confirmando la convergencia al rango meta en el horizonte habitual de política. En virtud de esto, la consolidación del despegue de la actividad económica en un contexto de bajas presiones inflacionarias, las podemos percibir en una serie de indicadores. La alternativa de mantener la actual tasa de política monetaria, hubiese sido menos nítida sin el ya mencionado retroceso en el mercado laboral y el deterioro de las expectativas.

En síntesis, considera que en base a los antecedentes presentados y no habiendo argumentos sustanciales que condicionen la obtención de nuestro objetivo de estabilidad de precios, su voto es por la mantención de la tasa actual.

El Consejero señor De Gregorio, expresa que las noticias durante el último mes han hecho variar las perspectivas económicas, en particular las proyecciones de inflación en el horizonte de política. Señala, que la actividad para el segundo trimestre podría crecer algo por encima de lo pronosticado hace un par de meses atrás. Sin embargo, lo anterior se ve compensado con las expectativas económicas, en particular las percepciones de los hogares algo menores, unido a un mercado de trabajo también algo más débil.

Por su parte estima, que las proyecciones de inflación aún muestran un prolongado período en que se estará por debajo del rango meta. En el ámbito internacional, el crecimiento mundial sigue siendo robusto, lo que permite justificar la disminución del impulso monetario en los Estados Unidos, el que no ha tenido impacto relevante respecto a la evolución inflacionaria de la economía chilena y por lo tanto no indica que se debiera acomodar dicho cambio con la política monetaria menos expansiva.



Por otra parte, el aumento del precio del petróleo así como la corrección al alza de las proyecciones y su precio para los próximos trimestres, observadas hasta ahora, no son de una magnitud ni persistencia suficiente para impactar significativamente la trayectoria inflacionaria esperada. Sin embargo, dichos cambios sí representan un riesgo que habrá que monitorear cuidadosamente en el futuro cercano. Agrega, que dado que la convergencia hacia el centro del rango meta se producirá desde niveles de inflación muy bajos, que irán aumentando muy gradualmente, y considerando los rezagos con que actúa la política monetaria, resulta predecible que los aumentos de tasa de interés ocurrirán cuando aún se tengan inflaciones muy bajas. Ello exige un importante esfuerzo comunicacional para destacar que el objetivo es afectar inflaciones que están muy adelante en el tiempo, cuatro a ocho trimestres al menos, y la inflación actual sólo sirve para predecir de mejor forma su trayectoria futura. En todo caso, la información acumulada hasta esta fecha lo lleva a concluir que no existen razones para iniciar el proceso de normalización de la política monetaria hacia una posición de mayor neutralidad. Tampoco cree que existen antecedentes que permitan asegurar, con exactitud, cuándo comenzará ese proceso, el cual cree puede tardar varios meses.

Por lo anterior, cree que en esta reunión debiera mantenerse la tasa de interés, por lo cual su votación es en tal sentido.

El Presidente señor Corbo estima que la información acumulada durante el último mes, que ha presentado la Gerencia de División Estudios, muestra que el crecimiento sigue tomando fuerza, y que la inflación efectiva y proyectada para los próximos seis meses alcanza valores similares a aquéllos considerados en la reunión anterior.

De otra parte, cree que la debilidad mostrada recientemente por el mercado laboral muestra que las holguras en ese sector son mayores que las estimadas con anterioridad, mientras que el precio del petróleo y el tipo de cambio real se encuentran por encima de los valores utilizados en las proyecciones tanto de corto plazo como las del último Informe de Política Monetaria.

Todo lo anterior implica que mientras no se tenga mayor información, el mejor curso de acción es mantener la tasa en su nivel actual. Agrega que la evolución de las holguras, los costos y las expectativas de la inflación en los próximos meses seguirán siendo las variables claves a considerar al momento de decidir el comienzo de la reducción del estímulo monetario, para mover gradualmente hacia una tasa de interés neutral. Por consiguiente, concluye que vota por mantener la tasa actual de política monetaria.

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

65-01-040708 – Tasa de Política Monetaria.

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

III. Comunicado

“ En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central resolvió, por unanimidad, mantener la tasa de interés de política monetaria en 1,75% anual.

Los antecedentes acumulados desde la última reunión señalan que la inflación anual del IPC ha aumentado, proyectándose que converja gradualmente a 3% durante el horizonte habitual de 24 meses, en línea con el escenario central del último Informe de Política Monetaria. El crecimiento de la actividad y del gasto interno del segundo trimestre



continúa fortaleciéndose. Aunque los indicadores más recientes de la inversión y de comercio exterior han sido más dinámicos y los del mercado laboral más débiles que lo anticipado, estos antecedentes no son suficientes para modificar las perspectivas de crecimiento e inflación de los próximos trimestres.

El Banco Central se mantendrá atento para ajustar oportunamente la política monetaria de manera de confrontar las desviaciones que se proyecten respecto de la trayectoria esperada de la inflación en relación con la meta establecida.”

Se retira de la Sesión la señora Subsecretaria de Hacienda María Eugenia Wagner Brizzi.

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17,30 horas.

JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Vicepresidente

VITTORIO CORBO LIOI
Presidente

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Consejero

MARÍA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera

MARIA EUGENIA WAGNER BRIZZI
Subsecretaria de Hacienda

MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero

JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR
Ministro de Fe (S)

for 40



ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION DE POLITICA MONETARIA N° 66
Celebrada el 12 de agosto de 2004

En Santiago de Chile, a 12 de agosto de 2004, siendo las 16,00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Vittorio Corbo Lioi y con la asistencia del Vicepresidente don José De Gregorio Rebeco y de los Consejeros doña María Elena Ovalle Molina, don Jorge Desormeaux Jiménez y don Manuel Marfán Lewis.

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

Asisten también:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;
Fiscal y Ministro de Fe, Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldívar;
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;
Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera Barriga;
Gerente de División Internacional Subrogante, don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva;
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;
Gerente de Información e Investigación Estadística, don Ricardo Vicuña Poblete;
Secretaria Ejecutiva Gabinete Presidencia, doña Cecilia Feliú Carrizo;
Secretario General, don Jorge Court Larenas.

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

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

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de febrero 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:

Desde la última Reunión de Política Monetaria, el escenario externo ha mostrado algunas señales menos auspiciosas, principalmente por el fuerte incremento del precio del petróleo y el relativo menor dinamismo en Estados Unidos, pese a lo cual el entorno sigue siendo favorable. En el país, las noticias del mercado laboral han tendido a confirmar que las implicancias del incremento de la desocupación observado por el Instituto Nacional de Estadísticas no son del todo evidentes, mientras que se ha consolidado un crecimiento de la actividad y del gasto, sobre todo de la inversión, superior al previsto hace apenas un par de meses. La inflación subyacente, en tanto, sigue en una trayectoria de normalización, aunque el actual panorama para el precio del petróleo probablemente lleve a la inflación del IPC hacia 3% un par de trimestres antes de lo esperado.



El favorable escenario externo se ha mantenido en el último mes, a pesar de que el mercado laboral y la actividad global en Estados Unidos de América se han mostrado menos dinámica que lo esperado por el mercado. En cuanto al crecimiento, lo anterior se ha visto compensado por el mayor dinamismo de otras zonas económicas relevantes para Chile, en particular Japón y América Latina. Por el lado de los términos del intercambio el precio del cobre se ha mantenido elevado, pero el actual precio del petróleo supera sustancialmente lo previsto, lo que motiva una modificación del panorama de corto y mediano plazo para el precio de este *commodity*. La ausencia de presiones inflacionarias significativas en el mundo ha permitido que se mantengan las condiciones financieras favorables, acomodando de hecho el menor dinamismo de la economía estadounidense. Las perspectivas de los mercados respecto de la trayectoria al alza de la tasa de fondos federales no han cambiado respecto de un mes atrás. Por su parte, el entorno financiero que enfrentan economías emergentes sigue siendo positivo, lo que se manifiesta en *spreads* reducidos y estables desde el mes pasado.

En los mercados financieros internos se aprecia con aún mayor nitidez el impulso de la política monetaria. Las tasas de interés de colocación se han mantenido estables, pero el crédito de consumo y de vivienda sigue tomando fuerza y los recargos financieros de los bonos corporativos y letras para la vivienda siguen reduciéndose. Además, y a diferencia de lo ocurrido durante casi todo el año 2003, durante este año el conjunto de los agregados monetarios ha presentado tasas de crecimiento positivas y de magnitud significativa en varios casos.

Los diversos indicadores de actividad y gasto también muestran que el crecimiento en el corto plazo ha tomado más fuerza que la anticipada. En particular, el mercado inmobiliario, las importaciones de bienes de capital y el consumo durable muestran niveles significativos, mientras el sector externo indica que las exportaciones netas están contribuyendo al crecimiento de la demanda agregada algo menos que lo anticipado. El debilitamiento de algunos indicadores de expectativas de los hogares parece estar básicamente vinculado con el efecto del mayor precio de los combustibles, no habiendo por ahora mayores motivos para que se vea afectada la actual velocidad del consumo privado.

En el mercado laboral, la información más reciente afirmó la visión de que lo que se está dando es un cambio al interior del mismo, que incide, de manera transitoria, en la tasa de desocupación medida por el Instituto Nacional de Estadísticas. El empleo asalariado, en particular, ha continuado creciendo a tasas importantes, mientras la ocupación por cuenta propia ha seguido revirtiendo el fuerte crecimiento que presentó el año 2003. Fuentes alternativas coinciden en un mejor panorama del mercado laboral. La encuesta de ocupación de la Universidad de Chile reveló una reducción significativa de la desocupación en el Gran Santiago; las vacantes en términos desestacionalizados crecieron en julio; y el empleo que mide la Asociación Chilena de Seguridad continúa aumentando con firmeza.

Por el lado de la inflación, la principal novedad es la incidencia —directa e indirecta— del alza de los combustibles. En la medida en que el precio del petróleo se ubique por sobre los US\$ 35 el barril en lo que resta de 2004, ello llevará a que la inflación en doce meses del IPC total alcance cifras en torno al centro del rango meta entre fines de este año y principios del próximo, registros prácticamente un punto superiores a los esperados en mayo. Adicionalmente, se producirá un grado de volatilidad, de magnitud y temporalidad aún no demasiado precisas, por la variación de tarifas de diverso tipo. La tendencia subyacente de la inflación anual, en tanto, no mostró sorpresas significativas en julio, esperándose que supere el 2% durante el primer trimestre del próximo año.

El panorama externo esperado para la economía chilena sigue siendo favorable, a pesar del relativo menor dinamismo de Estados Unidos de América y del mayor precio del petróleo, esto último considerado como escenario de riesgo en el Informe de Política Monetaria de mayo. El precio del cobre continúa alto, las condiciones financieras internacionales siguen relajadas y la preocupación respecto de la desaceleración de la economía China se ha disipado por ahora.



Las proyecciones de crecimiento mundial se mantienen prácticamente inalteradas desde la reunión pasada, no obstante se registra algún cambio de composición entre regiones. Por un lado, las proyecciones de crecimiento para Estados Unidos de América se revisaron a la baja en 0,5 punto porcentual para el bienio 2004-2005, principalmente porque se incorporaron datos efectivos. Por otro, las proyecciones de crecimiento para Japón y América Latina se revisaron al alza en 0,5 y 0,4 punto porcentual, respectivamente. De este modo, la proyección de crecimiento mundial a paridad del poder de compra se ubica en 5,0 y 4,3% para el 2004 y el 2005, respectivamente. El crecimiento ponderado por los principales socios comerciales, en tanto, se sitúa en 4,6% el 2004 y 3,7% el 2005.

La revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento de Estados Unidos de América, se asocia con la primera estimación del PIB del segundo trimestre de 2004: 3% trimestre/trimestre anualizado. Si bien la composición del PIB indica una desaceleración del crecimiento del consumo privado, la inversión sigue creciendo a tasas de dos dígitos. Se espera que la dinámica del consumo durante el segundo trimestre sea transitoria, en la medida que se mantengan las positivas cifras de confianza de consumidores y que la desaceleración reciente de la creación de empleos se revierta. Más aún considerando que durante el año ya se han generado más de un millón doscientos mil empleos y que las cifras de inversión, actividad industrial y servicios, así como las expectativas respecto de su evolución futura, se mantienen positivas. En la zona euro, por su parte, los indicadores del segundo trimestre continúan mostrando signos de repunte en el crecimiento, dinámica que, no obstante, es asimétrica entre países. Cabe destacar, sin embargo, una mejora en los indicadores de confianza empresarial de las tres principales economías de la zona durante julio. En Japón, en tanto, indicadores divulgados las últimas semanas validan mejores perspectivas de crecimiento, apoyadas en señales más claras de recuperación de la demanda interna. Ello se suma a la dinámica exhibida por el sector externo, que se ha constituido en el principal motor del crecimiento nipón.

Durante las últimas semanas el precio del cobre retomó una trayectoria al alza, situándose en torno a US\$ 1,30 la libra. Esto refleja el fuerte crecimiento mundial, un atenuado temor respecto de una desaceleración de China y una lenta respuesta de la oferta frente a este escenario. Asimismo, se observa una participación más activa de los agentes especuladores durante las últimas semanas. A futuro sigue anticipándose una declinación de este precio, asociada al desarrollo de nuevas inversiones. Con todo, y en coherencia con los fundamentos de este mercado, la proyección para el precio del cobre se eleva a US\$ 1,26 la libra el 2004 y US\$ 1,12 el 2005.

El aumento del precio del petróleo de las últimas semanas indica la materialización de uno de los escenarios de riesgo previstos en el Informe de Política Monetaria de mayo. Pese a que la mayor producción de la OPEP y la entrega del poder político en Irak por parte de Estados Unidos de América llevó al precio del petróleo a cerca de US\$ 33, este descenso fue transitorio. En la actualidad el precio del crudo ha retornado a niveles por sobre los US\$ 40 el barril, con lo que el promedio para lo que va del año se ubica en US\$ 34,4. El aumento del precio del petróleo responde tanto a factores coyunturales como fundamentales. Entre estos últimos, la fuerte demanda por parte de los principales consumidores (Estados Unidos de América, China y Japón), inventarios históricamente bajos y espacios limitados para incrementar la oferta. Lo anterior sugiere subir las proyecciones del precio del crudo, especialmente pronunciada para el 2005. De este modo, el 2004 el precio promedio se ubicaría en US\$ 35 el barril, para llegar a US\$ 34 el 2005.

Los indicadores financieros de los mercados desarrollados siguen, en términos generales, señalando un escenario similar al prevaleciente la reunión pasada. Por una parte, el rendimiento de bonos de largo plazo de las economías desarrolladas registró alguna volatilidad en el curso de Julio ante la publicación de ciertos indicadores de actividad. Más recientemente, luego de la publicación de datos del mercado laboral de Estados Unidos de América estos descienden, situándose en 4,3% el bono americano y en 4,1% para el europeo, en torno a 15 puntos base menos que al cierre de la reunión pasada. Por otra parte, el dólar que había mostrado alguna apreciación con respecto a las principales monedas, en la actualidad se encuentra en niveles similares a los de principios de Julio. Finalmente, las bolsas, especialmente aquellas en las cuales los sectores tecnológicos tienen mayor relevancia,



descendieron en el mes. Tanto la bolsa japonesa como el *Nasdaq* en Estados Unidos de América cayeron en torno a 6% en las últimas cuatro semanas.

Las expectativas respecto de la trayectoria del proceso de alzas de tasas de interés en Estados Unidos de América no variaron en el último mes. Así, la tasa de interés de los fondos federales terminaría el año en 2%, con movimientos paulatinos de 25 puntos base. En esa dirección se enmarca el aumento de la tasa de política por parte de la Reserva Federal el 10 de Agosto, para llevarla a 1,5%. Lo anterior se refuerza tras el comunicado de la autoridad monetaria, que mantiene los riesgos balanceados y el lenguaje referente a la velocidad medida que tendrá el proceso de alza de tasas de interés. Destaca en el comunicado que la Reserva Federal atribuye la desaceleración en la tasa de crecimiento de la economía y en la creación de empleo, en parte, al incremento sustancial en los precios de energéticos y, que la trayectoria de la inflación está influida por factores transitorios. Esto último se ve reflejado en la moderación de la inflación medida por el deflactor del consumo personal subyacente (*PCE core*). En la zona euro, se han fortalecido las expectativas de una mantención de la tasa repo en sus niveles actuales por lo que resta de 2004. Esto, en un contexto en que las señales de recuperación en la actividad económica son aún modestas y la inflación subyacente se mantiene en torno al nivel objetivo.

Las condiciones de financiamiento externo para las economías emergentes han mejorado en las últimas semanas, gracias al descenso de los *spreads* de riesgo crediticio, en tanto que las tasas de interés de largo plazo se encuentran en niveles similares. Además, la mayor certidumbre respecto del proceso de alzas de tasas de interés en las economías desarrolladas, conforma un panorama más beneficioso para los flujos de capitales hacia los países emergentes. En particular, se observa una mayor disposición de los inversionistas extranjeros a invertir en mercados emergentes, la que se evidencia en la favorable acogida de las colocaciones de Brasil, Turquía y Filipinas.

En su conjunto, los mercados financieros muestran que el impulso de la política monetaria se ha afianzado, o incluso incrementado. Ello se aprecia en un número de indicadores, tales como las condiciones de financiamiento para el consumo y la vivienda, los *spreads* de bonos corporativos y los buenos resultados de la emisión de acciones, y el importante incremento de los distintos agregados monetarios.

Desde la última reunión, la trayectoria de las tasas de interés de los documentos del Banco Central ha dependido principalmente de las expectativas de inflación y, en lo más reciente, de la evolución de las tasas externas. Así, las tasas de interés de los instrumentos reajustables descendieron entre 30 y 40 puntos base durante el mes, ubicándose en 2,1 para los BCU-5 y en 3,3% para los BCU-10. Por su parte, las tasas de interés de los BCP -2 se ubican en torno a 3,2%, marginalmente por encima de los del cierre de la reunión de julio, mientras las del BCP-5 han aumentado más de 60 puntos base, hasta 4,9%. A su vez, las tasas de interés de los instrumentos nominales de corto plazo, PDBC, se mantienen levemente por debajo de la tasa de política monetaria (-15 puntos base).

En julio, las expectativas de inflación revirtieron la caída del mes anterior. La compensación inflacionaria implícita en los bonos nominales a dos y cinco años aumentó entre 60 y 80 puntos base respecto de la reunión anterior, ubicándose en 2,3 y 2,7%, respectivamente. La compensación a 10 años —obtenida a partir de la emisión de los BCP10 —aumentó 30 puntos base en el mes, hasta situarse en el centro del rango meta. Por su lado, las expectativas de inflación a un año según la encuesta a las mesas de dinero se incrementó en 45 puntos base (2,5%). Las expectativas a dos años, en tanto, se mantienen en torno a 2,7% desde Mayo.

En agosto, la encuesta de expectativas del Banco Central de Chile indica un aumento marginal en la inflación esperada a un año, ubicándola en 2,6%. A dos años, se mantiene en 3%.

Respecto de la reunión anterior la curva *forward* presenta un empinamiento, con lo que las expectativas para la tasa de política monetaria son hoy superiores a las esperadas en el Informe de Política Monetaria de Mayo. Esto implica que se anticipa un aumento del orden de 25 puntos base en septiembre y, en total, uno de 175 puntos base a un año plazo. La encuesta de expectativas del Banco Central de Chile de Agosto indica un aumento bastante más gradual de la tasa de política monetaria: 25 puntos base a fines de 2004 y 100 puntos base en un año.



Durante julio, los agregados monetarios aumentaron por sobre lo estimado por los modelos de proyección habituales. En particular, la tasa de variación anual del M1A pasó de 21 a 25% entre junio y julio (3,4% por sobre lo previsto). Por su parte, la tasa de crecimiento anual de los agregados más amplios también aumentó: 12 y 4%, para el M2A y el M7, respectivamente.

Este incremento respondió a las decisiones de los privados —Administradoras de Fondos de Pensiones y otros— de aumentar sus tenencias de depósitos a plazo, en desmedro de instrumentos de renta fija. Parte de ello se explica por la emisión de acciones de D&S para la primera semana de agosto.

Al excluir las Administradoras de Fondos de Pensiones del M2A y M7, estos agregados presentan variaciones en doce meses cercanas a 9 y 11%, respectivamente.

Respecto de la velocidad de expansión, solo el M2A presenta una trayectoria creciente a Julio. Aún más, consideradas las proyecciones de Agosto, se produciría un descenso en todos los agregados.

En Junio, los créditos a personas continuaron con tasas de incremento anual de dos dígitos, 18% y 13% para consumo y vivienda, respectivamente. En Julio, las tasas de interés de colocaciones de consumo cayeron en promedio 50 puntos base respecto del mes anterior; en tanto, las de las letras de crédito hipotecario con duración de 5 a 6 años y clasificación AA -con 40% de representación del mercado- se ubican en sus mínimos históricos (4,3%).

Las colocaciones bancarias a empresas, aunque con un ritmo de crecimiento menor que el crédito a personas, consolida una recuperación, anotando en Junio una variación de 4,5% anual. Las tasas de interés de estos créditos se mantuvieron prácticamente estables durante Julio.

En Julio, la deuda bancaria total continuó creciendo, con una tasa de variación anual de 8% nominal.

El señor Ministro de Hacienda pide la palabra para señalar que no recuerda si la frase que se ha usado, fue que las condiciones monetarias o en su caso las condiciones crediticias se han hecho más expansivas. Estima que claramente el término correcto es que las condiciones crediticias se han hecho más expansivas. Al efecto señala por qué estima que las condiciones crediticias se han hecho más expansivas. A su juicio existen muchas razones, pero sin duda alguna la más importante de todas, y que solicita que se mantenga en reserva por revertir carácter confidencial, consiste en el cambio que ha experimentado la posición (crediticia/deudora) fiscal entre el primer semestre del año pasado y el primer semestre de este año, que ha sido superior a dos puntos del producto. Mientras el año pasado durante el primer semestre existió un déficit, conforme a lo que recuerdo, cercano a 0,8 puntos del producto anual, durante el primer semestre de este año se ha obtenido un superávit equivalente a 1,3 puntos del producto anual. Como el uso de este superávit no ha sido, sino que en una medida muy pequeña, el prepago de endeudamiento externo, esto ha producido una expansión muy visible de la oferta de fondos prestables dentro de la economía. Esto representa una gran implicancia respecto de un conjunto de variables, por cuanto la expansión de la oferta de fondos prestables, producto de un cambio en la posición fiscal, ha permitido que el incremento que se ha observado en las tasas de inversión cuente con suficientes fuentes de financiamiento doméstico. De este modo, a diferencia de lo ocurrido en el pasado en otras etapas cíclicas, el impulso de la inversión más la disponibilidad de fondos domésticos no ha traído consigo que las empresas salgan a buscar financiamiento externo, evitando que se produzca simultáneamente con el ciclo de expansión una cierta tendencia a la apreciación nominal del tipo de cambio, y en la medida que haya alguna restricción en la oferta no transable, una caída del tipo de cambio real. No obstante lo indicado, no es evitable pensar que conforme la economía, y en particular la inversión, siguiera creciendo a tasas crecientes, y quiero enfatizar el condicional "siguiera", dado que el cambio referido en la posición fiscal es un cambio discreto que no tendría porque continuar expandiéndose, en algún momento la oferta de fondos fiscales doméstica va a ser insuficiente y, por tanto, va a traer consigo, a medida que avance la posición cíclica de la economía, una demanda por financiamiento externo y,



consiguientemente, una cierta normalización del tipo de cambio real respecto de lo cual se estima que el peso se encuentra clara y excesivamente depreciado respecto a las condiciones fundamentales.

Interviene también, el Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, quien señala que se está utilizando un término un poco distinto. En efecto, por condiciones monetarias entendemos el conjunto de condiciones financieras que incluyen créditos, dinero, tasas, spreads, etc. Así, para sustanciar un poco más la idea de que las condiciones monetarias se han hecho más expansivas, además de que el crédito está aumentando, cabe destacar que también el dinero crece, y existen otros indicadores como spreads de créditos hipotecarios, spreads de créditos de empresas que se han ido contrayendo. Por tanto, usando distintas medidas, en su conjunto, cree que las condiciones monetarias son más holgadas. Posiblemente la posición fiscal ayuda en eso, como lo ha expresado el señor Ministro. Agrega que la tasa de política monetaria es una parte de las condiciones monetarias; la tasa de política tiene su propio nombre que se utiliza como referencia para ella.

Continúa la exposición del Sr. García señalando que en el último tiempo la emisión de acciones en la bolsa de valores como fuente de financiamiento de las empresas. Los montos de colocación de acciones de pago acumulados hasta Agosto de este año —considerando las inscripciones de Bicecorp y D&S— superan ampliamente los registrados el 2001 y el 2002.

Desde la última reunión, el IPSA registró una variación de 1,7% en dólares y 2,9% en pesos, acumulando en el año una caída de 3,6% en dólares y un aumento de 3,2% en pesos. Los montos transados en igual período alcanzaron a \$ 24.500 millones, cifra levemente por debajo del promedio del año, pero superior en 9% al promedio de 2003.

Los mercados internacionales, por su parte, continúan marcados por la intensificación de las expectativas de alzas de la tasa de interés de la Reserva Federal. Con esto, desde la última reunión a la fecha, el *Dow Jones* ha caído 0,5% y el *Nasdaq* 5%, este último afectado, además, por los malos resultados de las empresas tecnológicas.

Actualmente el tipo de cambio se cotiza bajo \$ 640 por dólar, valor que representa una depreciación del orden de 1% desde la reunión de Julio. En Julio, el peso presentó una trayectoria mixta, que culminó con una fuerte depreciación en los últimos días del mes. El diferencial de tasas nominales ha aumentado, conforme al incremento de las expectativas de inflación.

Los otros indicadores de la evolución del tipo de cambio, TCM y TCM-5, también se depreciaron en el último tiempo, aunque en magnitudes inferiores (0,6% y 0,5%, respectivamente).

Según las cotizaciones de *Bloomberg*, el tipo de cambio nominal reflejaría una depreciación del peso casi nula hasta fines de 2005 (0,5%). A su vez, la encuesta de expectativas de Agosto muestra estabilidad del peso hasta fines de 2004, acumulando desde ahí hasta mediados de 2006 una depreciación del orden de 2%. El diferencial de tasas de interés nominal de mediano plazo es coherente con una depreciación del orden de 0,2% de aquí a seis meses, trayectoria que se mantendría hasta fines de 2005.

Por su parte, el tipo de cambio real *spot* de agosto se estima en 102,2, cifra superior en 0,6% a la de Julio.

El ritmo de crecimiento de la demanda agregada ha continuado acelerándose más de lo esperado, en particular por el lado de la formación bruta de capital fijo. El consumo privado y el mercado inmobiliario, en tanto, se han mantenido estables pese al aparente deterioro de las expectativas de los hogares. El aporte de la demanda externa neta al crecimiento del PIB continúa siendo pequeño, aunque tanto exportaciones como importaciones mantienen el dinamismo de meses previos.



En Junio, los indicadores parciales de consumo continuaron señalando un crecimiento, aunque en algunos indicadores de bienes durables se aprecia una caída en los datos más recientes desde niveles especialmente elevados. Por un lado, las ventas de bienes de consumo habitual continúan creciendo a tasas similares a las del PIB. Las ventas de supermercados (Instituto Nacional de Estadísticas), luego de una relativa estabilidad en el primer trimestre de 2004, retomaron la tendencia creciente en el segundo cuarto del año.

Los indicadores de consumo durable, en tanto, muestran señales mixtas, aun cuando los niveles son altos comparados con el 2003. Por un lado, las ventas minoristas de este tipo de bienes cayeron en Junio por tercer mes consecutivo. Por otro, las ventas de automóviles, que han continuado en niveles altos, y las importaciones de bienes durables se muestran menos dinámicas en lo más reciente. En todo caso, la caída de las ventas de bienes durables se puede esperar, ya que son acumulables por naturaleza.

Las expectativas de los consumidores han seguido disminuyendo. En Julio, según la encuesta de Adimark (Índice de Percepción Económica) la percepción de los consumidores continuó deteriorándose por quinto mes consecutivo, debido a una peor visión de la evolución global de mediano y largo plazo. La medición de la Universidad de Chile, por su parte, también registra una caída, aunque algo menos pronunciada.

La evidencia disponible indica que la caída de las expectativas de los hogares desde principios de año ha sido más suave que la que se deduce del desempeño reciente de la tarifa de locomoción colectiva, el precio de los combustibles y la marcha del mercado laboral.

Durante el primer semestre de 2004, se produjo una acumulación de existencias liderada por el comercio. En particular, el incremento de las importaciones de bienes de consumo durante el 2004 ha implicado un aumento importante de los inventarios del sector. Este comportamiento de los inventarios a nivel sectorial es ratificado por otras fuentes de información, como el IMCE (Indicador Mensual de Confianza Empresarial).

Los indicadores parciales de inversión continúan registrando niveles superiores a los observados el 2003 y a los esperados el mes anterior, aunque con cierta estabilidad en lo más reciente. Destaca el componente de maquinaria y equipos debido al mejor desempeño de las importaciones de bienes de capital respecto de lo que se esperaba en reuniones pasadas.

Dentro del componente de edificación —32% de la formación bruta de capital fijo— las ventas de viviendas del segundo trimestre, en especial Junio, mostraron un incremento importante respecto del trimestre anterior.

Esta positiva evolución de las ventas de viviendas obedece, en parte, a las favorables condiciones de financiamiento y a la percepción de que el comienzo del ciclo de normalización de la tasa de interés está más cercano.

Según el Catastro de Proyectos de Inversión de la Corporación de Bienes de Capital (CBC) de Julio, se registró una reducción de 3,2% de la inversión en obras de ingeniería para el año 2004, respecto del catastro anterior (abril). Incidieron el atraso de las obras de diversos proyectos forestales y el adelantamiento para el 2003 de proyectos mineros, en relación con una mayor infraestructura pública. A la importante participación de los sectores de infraestructura pública, minería y forestal para el período 2003-2006, se agrega el sector energía.

Para el 2005 se espera un aumento de 68% respecto de la inversión estimada para el 2004. Hay que señalar, tal como se ha observado históricamente, que la proyección a más de un año plazo regularmente experimenta ajustes importantes -producto de lo preliminar de los datos-. En efecto, entre los años 1999-2004 las proyecciones a un año se ha corregido a la baja un 33% en promedio, aunque es destacable que el nivel de error ha descendido de modo considerable en el bienio 2003/2004.



Respecto de las expectativas empresariales, el IMCE de Julio, aun cuando continúa por sobre 50, sufrió un pequeño deterioro explicado principalmente por el sector minero, el cual mostró el mínimo de confianza desde que existe la encuesta. La menos favorable percepción del sector minero se explica por las expectativas de estabilización tanto en la demanda como en la producción futura, lo cual acerca el índice a niveles considerados como neutros. También destaca el aumento de las expectativas de construcción, las cuales alcanzaron su máximos desde que existe este indicador.

A mayo del 2004, el balance presupuestario acumulado en doce meses del Gobierno Central llegó a 1,2% del PIB. Este resultado se explicó por un importante crecimiento de los ingresos presupuestarios (9,8% anual), en combinación con un incremento de los gastos presupuestarios, en línea con lo observado en meses anteriores (5,1% anual).

La evolución de los ingresos presupuestarios se explica por el incremento de los ingresos tributarios (7,7% anual) y de los ingresos de cobre bruto (113,8% anual), los cuales aportan 6 y 3 puntos porcentuales al crecimiento de los ingresos presupuestarios, respectivamente.

Por el lado del gasto presupuestario, destaca el aumento de las transferencias de capital (20,1% anual), los gastos en personal (6,0% anual), las prestaciones previsionales (3,3% anual) y los subsidios y donaciones (3,2% anual), los cuales explican 4,2 puntos porcentuales del crecimiento del gasto.

Al igual que el gasto presupuestario, el crecimiento del gasto con impacto macroeconómico (4,3% anual) estuvo en línea con lo observado en meses anteriores. La inversión pública, en tanto, a pesar de que ha recuperado en parte el crecimiento respecto de lo observado a fines del 2002, refleja una desaceleración en los últimos dos meses.

Considerando que el avance de los ingresos presupuestarios respecto de lo considerado en la Ley de Presupuestos del año 2004 ha sido mayor que el correspondiente a los gastos presupuestarios, particularmente en abril y mayo, y que el avance de los ingresos es superior al promedio del período 2000/2003 mientras que los gastos están en línea con su comportamiento histórico, se mantiene la proyección de balance global del Gobierno Central de 1,6% para el año 2004.

En julio, las exportaciones e importaciones alcanzaron a US\$ 2.600 y 2.195 millones, lo que representa crecimientos anuales de 45,7 y 28,2% para las ventas y compras al exterior, respectivamente.

Para el tercer trimestre se estima que el volumen de envíos al exterior crecerá más que en el trimestre anterior, debido al mejor desempeño en todos los sectores. Los precios, por otro lado, mostrarán algo menos dinamismo en todos sus categorías. En particular, continúa destacando el incremento de los precios de los envíos mineros e industriales.

El volumen de las importaciones mostrará en el tercer trimestre un mayor dinamismo que el trimestre anterior, explicado por un mejor desempeño de todas las partidas. Los precios, en tanto, tendrán un comportamiento muy similar al observado en el período anterior. Continúa destacando el incremento de los precios de las internaciones intermedias, producto del mayor precio del petróleo.

Aún cuando el crecimiento de la actividad de junio se mantuvo en línea con lo estimado en la reunión anterior, se produjeron cambios en su composición. En particular, las principales sorpresas provinieron de los sectores agropecuario, industrial, minero, comercio y electricidad, gas y agua (EGA).



La producción industrial creció 4,6% anual, marginalmente por debajo de lo esperado. En particular, la extensión mayor a la prevista del período de mantención de una planta refinadora de petróleo generó un menor crecimiento en las ramas industriales orientadas al mercado interno. En junio continuó destacando el vigoroso desempeño de las ramas orientadas al mercado externo. En particular, destacó pesca, que mantuvo el significativo incremento de los meses previos. En las ramas ligadas a la inversión, sorprendió la mayor producción de otros minerales no metálicos.

El crecimiento del PIB del segundo trimestre se revisó marginalmente al alza respecto de lo considerado la reunión anterior, pues se revisaron las cifras de los meses anteriores. Las principales correcciones se debieron al mayor crecimiento en los sectores agropecuario, minería, electricidad, gas y agua (EGA) y comercio, que más que compensó el menor crecimiento de construcción. Para el tercer trimestre, en tanto, se espera un aumento leve en el crecimiento anual de la actividad respecto del trimestre anterior, explicado por los sectores de agricultura, minería y comercio.

Según cifras del Instituto Nacional de Estadísticas, el mercado laboral ha comenzado a disipar los signos de debilidad exhibidos en meses previos. La ocupación total aumentó respecto del trimestre móvil anterior, destacando el cambio de composición del empleo, hacia una mayor creación de empleos formales. Otras fuentes de información también validan este panorama.

En el trimestre móvil abril-junio la ocupación recuperó niveles similares a los exhibidos en meses previos. Destacó el aumento del empleo privado y el menor protagonismo de los programas especiales de empleo. Con todo, descontando efectos estacionales, se crearon cerca de siete mil puestos de trabajo respecto del trimestre móvil marzo-mayo.

Por tipo de ocupación, destaca el proceso de formalización que muestra el empleo. Ello se aprecia en la caída del empleo por cuenta propia, *vis-à-vis* la creación de 28 mil nuevas plazas de asalariados. También se aprecia un aumento de 20 mil plazas de trabajo de empleadores.

La trayectoria del empleo asalariado en la Región Metropolitana, es coherente con la que reporta la Universidad de Chile para el Gran Santiago, pero no así para la ocupación por cuenta propia, que aumenta en esta última medición. Es probable que la diferencia metodológica entre encuestas tenga un efecto mayor en esta última categoría.

Por rama de actividad económica, el proceso de formalización se aprecia en la caída del empleo agrícola y el aumento de la ocupación en servicios (sociales, personales y comunales, y financieros). Destaca también la evolución del empleo ligado al sector construcción, que ha mostrado una dinámica más favorable en los últimos trimestres, creando cuatro mil plazas de trabajo desde diciembre. Por su parte, la ocupación industrial ha tendido a estabilizarse, luego de la trayectoria descendente iniciada a principios del 2003.

El incremento de la creación mensual de empleo asalariado es observable en distintas fuentes de información.

La tasa de desempleo para el trimestre móvil de abril a junio, eliminada la estacionalidad, descendió levemente respecto del trimestre móvil anterior, situándose en 9,1%. Ello porque se mantuvo la tasa de participación de la fuerza de trabajo y el número de desempleados disminuyó en cerca de ocho mil personas, en ambos casos descontando efectos estacionales. La tasa de desempleo desestacionalizada de la población primaria (hombres entre 25 y 54 años) continuó en ascenso, llegando a 7,1%.

Pese al incremento de la tasa de desempleo primaria y la caída del nivel de ocupación, su evolución se liga, principalmente, al menor empleo de los trabajadores por cuenta propia ya que se observó también un aumento de los asalariados.



Según la información de la Universidad de Chile, la tasa de desempleo para el Gran Santiago confirmó la trayectoria decreciente de períodos previos. Este resultado muestra una dinámica opuesta a la información análoga para la Región Metropolitana reportada por el Instituto Nacional de Estadísticas. La evolución histórica de ambas tasas señala un precedente estadístico de la información de la Universidad de Chile sobre la del Instituto Nacional de Estadísticas, y también que este tipo de discrepancias se ha dado en el pasado.

El índice de vacantes de trabajo para julio aumentó, confirmando el cambio en la trayectoria decreciente exhibida durante el año. Esto apoya la persistencia en la trayectoria creciente del empleo asalariado en los próximos meses.

Es importante notar también que la evolución de expectativas de las personas respecto del mercado laboral ha sido mixta. Por un lado, la información de Adimark sobre la percepción del desempleo nacional en los próximos doce meses se ha deteriorado durante el 2004. Por otro, según la Universidad de Chile, si bien el 33% de los encuestados en el Gran Santiago siguen pensando que el desempleo es el principal problema del país, esta cifra desciende desde septiembre de 2002.

Otras encuestas también muestran una mayor preocupación de las personas por la situación del empleo. En el caso de la encuesta Centro de Estudios Públicos (CEP), el número de personas que considera el empleo como uno de los principales problemas del Gobierno, aumentó a 48% en la medición de Junio de este año y ha sido el principal punto de preocupación de la población desde mediados de 1999. Pese a eso, se mantiene por debajo de los registros del 2002-2003.

En Julio, el IPC tuvo una variación de 0,2%, cifra que fue de 0,4% para el IPCX y 0,1% para el IPCX1. El incremento en doce meses del IPC llegó a 1,4%, mientras que el del IPCX se situó en 1,0% y el de IPCX1 en 0,6%.

Durante Julio, los grupos que presentaron alzas en sus precios promedio fueron Vivienda (0,7%), Transporte (0,4%), Salud (0,3%) y Educación y recreación (0,2%). Se constataron disminuciones en Vestuario (-0,8%), Otros (-0,8%) y Equipamiento de la vivienda (-0,1%).

Medidas alternativas de inflación subyacente, como el IPCX2 y las medias podadas del IPC, IPCX e IPCX1 presentaron alzas en sus tasas de variación en doce meses. En cuanto al IPCX1, la mediana de su variación mensual se mantuvo constante respecto del mes anterior. Descontando efectos estacionales, la variación mensual de este índice presenta un incremento en igual período.

En Julio el crecimiento mensual anualizado de las medidas de inflación continúa aumentando desde los niveles mínimos observados a comienzos de año. La inclusión de las proyecciones a diciembre, no obstante, atenúa marginalmente este incremento en el caso del IPC e IPCX1.

Respecto de la proyección presentada en la reunión de Julio, la variación mensual del IPC e IPCX resultó 0,1 punto porcentual superior, mientras que en el IPCX1 no hubo diferencia. Las sorpresas se concentraron en transporte y vivienda. En el primero, a causa del alza en el precio de los combustibles; en el segundo, por diferencias en las tarifas reguladas.

Durante Julio, las medidas de márgenes tuvieron comportamientos disímiles. Por un lado, los márgenes de alimentos, obtenidos a partir de los datos del IPP e IPCX1, muestran un nuevo aumento, retornando a los niveles del primer trimestre. Por otro lado, los márgenes de medicamentos -obtenidos del IPP e IPCX1- y de durables -obtenidos del IPM e IPC- no muestran mayores cambios respecto del mes anterior. En el caso de los durables, destaca que el aumento de márgenes que se observó en el período de apreciación cambiaria, se ha deshecho por completo.



En Junio, la tasa de variación anual de las remuneraciones nominales se mantuvo en 3,0%. Para el costo de mano de obra, en tanto, aumentó a 3,2%. En cuanto a los costos laborales unitarios, durante junio su tasa de variación anual se mantuvo estable.

En cuanto a las perspectivas de inflación en el corto plazo, el Sr. García señaló que estimaciones iniciales indican que en agosto el IPC tendría una variación mensual de 0,3%, con lo que su tasa de variación en doce meses se situaría en 1,5%. Lo anterior es resultado de los incrementos en el precio de los combustibles asociados a la vivienda (querosene y gas licuado) y las tarifas eléctricas. A ello se suma un aumento en el precio de los perecibles debido a la habitual estacionalidad en esta época del año. El IPCX y el IPCX1 tendrían incrementos mensuales de 0,2 y 0,1%, respectivamente. Con esto la inflación anual de estos mismos indicadores sería de 1,3% y 0,8%.

Respecto de la reunión anterior se modifica al alza el escenario base para el precio del petróleo y el tipo de cambio. En el primer caso, el nuevo escenario considera un precio promedio de US\$ 35 el barril para el 2004. Para el tipo de cambio, a diciembre de este año se considera un nivel 2% más depreciado que el anterior. La suma de ambos implica una inflación IPCX1 que para fines de 2004 es del orden 0,2 punto porcentual superior a la estimada el mes anterior. En el caso del IPCX, este efecto se amplifica por las implicancias de segundo orden sobre las tarifas y la corrección de la información de julio. Así, para fines de 2004, la inflación del IPCX es ahora 0,6 punto porcentual superior a la estimación previa. Por último, en el caso del IPC, el incremento anual de la inflación a diciembre es de 1 punto porcentual.

En las tarifas también se producen cambios respecto del mes anterior, aunque sin afectar la inflación total en el mediano plazo. En el caso de las tarifas de la locomoción colectiva, los datos de Julio indicaron una reversión del aumento inesperado del costo de reposición que se observó el mes anterior. Esto lleva a un descenso de \$ 10 de la tarifa a mediados de mes. Hacia delante, no obstante, el cambio en el escenario base de tipo de cambio y petróleo implica un aumento de \$ 20 en la tarifa para septiembre, que se revertiría en el curso del cuarto trimestre. La tarifa telefónica también presenta noticias. El escenario base previo consideraba que en agosto entraría en vigencia el decreto tarifario publicado en mayo. Sin embargo, la aprobación por parte de la Contraloría General de la República ha demorado más de lo previsto, por lo que, en el escenario base de proyección, su entrada en vigencia se ha diferido para octubre.

Modelos alternativos indican una inflación menor para fines de año. Por un lado, la estimación del IPCX1 a través de un modelo de componentes señala una inflación del IPCX1 de 1,3% para fines de año y de 2,1% para el IPC. En base a las estimaciones de un VAR (Vector Autoregresivo), a diciembre la inflación del IPCX1 anual sería de 1,7% y la del IPC de 2,5%.

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

El señor Valdés señala lo siguiente:

1. En la reunión de política monetaria de julio, el Consejo decidió mantener la tasa de interés de política en 1,75% anual. Para ello se consideró, por una parte, que la actividad continuaba fortaleciéndose, con cifras especialmente positivas por el lado del comercio exterior y de la inversión, pero que el mercado laboral mostraba cierta debilidad. Por otra, que la inflación subyacente estaba aumentando gradualmente en una trayectoria similar a la prevista en el IPOM de mayo, aunque la inflación se ubicaba por encima, fruto del nivel y persistencia del precio del petróleo. Se estimó necesario acumular más información antes de iniciar el proceso de normalización de la política monetaria.



2. Desde la última reunión, las principales noticias son las siguientes:
 - Mientras la inflación subyacente IPCX1 estuvo en línea con lo esperado hace un mes (y en el IPOM de mayo), la inflación subyacente IPCX y la del IPC estuvieron marginalmente por encima de lo anticipado por la incidencia del mayor precio de los combustibles y de algunas tarifas reguladas.
 - En Estados Unidos de América se continúa asentando la idea de normalización pausada de la tasa de interés de política, tanto por nuevos datos de actividad y de empleo como por datos de inflación subyacente. En ese marco, los *spreads* de las economías emergentes han continuado disminuyendo.
 - El precio del petróleo ha seguido aumentando en las últimas semanas desde niveles cercanos a US\$ 36 por barril antes de la última reunión hasta US\$ 42 y más en los últimos días. El precio del cobre ha fluctuado en torno a US\$ 1,30 por libra en las últimas semanas.
 - Las condiciones monetarias en Chile han mantenido e incluso acrecentado su grado de expansividad. Ello se aprecia en los volúmenes de crédito y de colocaciones de acciones, los *spreads* de créditos hipotecarios y bonos de empresas, y en la expansión de los agregados monetarios. Desde la última reunión, considerando el promedio de los últimos tres días en cada caso, el tipo de cambio nominal (TCN) aumentó cerca de 1% mientras que el tipo de cambio real (TCR) lo hizo en 0,5%. Con ello, el TCR se ubica entre 4 y 5% por encima del valor de largo plazo considerado en el escenario base de proyecciones del último Informe de Política Monetaria de mayo.
 - Los indicadores de actividad y gasto muestran que el mayor crecimiento se afianza progresivamente, con lo que el crecimiento anual podría ubicarse en la mitad superior del rango 4,5-5,5%. Una vez más sobresalen el mayor gasto en inversión y el dinamismo del comercio exterior. En el mercado laboral, las cifras más recientes han sido positivas, a pesar del incremento de la tasa de desocupación. Con ello se fortalece el diagnóstico de que la debilidad advertida en los últimos meses sería transitoria y causada por vaivenes en el empleo por cuenta propia, sin implicancias evidentes sobre la dinámica del consumo. Aunque los indicadores de expectativas de consumidores han continuado disminuyendo, por ahora se mantiene la visión de que ello refleja principalmente el aumento del precio del petróleo y la disminución del ingreso disponible asociado.
 - Los indicadores de expectativas inflacionarias se han movido en su generalidad al alza y se ubican entre 2,3% y 3%, con la compensación inflacionaria a dos años en el rango inferior y las medidas a dos años basadas en encuestas en el rango superior.
3. Con los antecedentes acumulados, las opciones más plausibles para esta reunión son mantener la tasa de política monetaria en su nivel actual o aumentarla, posiblemente en una magnitud acotada, como 25 puntos base.
4. Al igual que el mes pasado, no parece haber argumentos para justificar una rebaja de la tasa de interés.
5. Es posible justificar la opción de aumentar la tasa de interés a partir del fortalecimiento de las perspectivas del progresivo cierre de holguras de capacidad en los próximos trimestres y del gradual aumento efectivo de la inflación desde los bajos niveles observados el primer trimestre. En su conjunto, y más allá del efecto que tendrá el alza del petróleo sobre la inflación del IPC y del IPCX, esta situación valida el gradual aumento esperado de la inflación subyacente en el horizonte de proyección. Este escenario de mayor crecimiento se apoya en distintos factores. Los datos efectivos de actividad y empleo -especialmente asalariados- han sido positivos. Las buenas condiciones externas se conservan, tanto en lo financiero como en lo real, a pesar del *shock* de precios del petróleo. El impulso macroeconómico interno incluso se ha acrecentado en lo más reciente, como lo revelan las condiciones monetarias y de crédito. En este cuadro podría ser innecesario e incluso



contraproducente prolongar el marcado estímulo monetario actual por las consecuencias que tendría un cierre más rápido de holguras sobre la inflación.

6. La opción de aumentar la tasa de interés también se apoya en la marcada diferencia entre la tasa de interés actual y las distintas estimaciones de la tasa neutral, que la ubican en un rango de 6% a 7% nominal. Los precios de mercado también consideran una trayectoria de alzas, aunque algo más pausada, mientras que distintas reglas de política para Chile ubican actualmente el nivel indicado para la tasa de interés real por encima de 1% (dado las brechas de actividad efectivas y la inflación proyectada). Como se ha analizado en otras ocasiones, es posible distribuir o dilatar un cambio del impulso monetario en el tiempo, a la espera de más antecedentes. Sin embargo, ello podría implicar una secuencia de alzas que se torna cada vez más pronunciada en caso de que no se den novedades que modifiquen el escenario base. Por cierto, si se prevé que aumentar la velocidad de este ajuste implícito no tendrá inconvenientes, se puede argumentar a favor de postergar ajustes en la tasa de interés.
7. También podría justificarse un alza de la tasa de política monetaria por la persistencia que han mostrado el tipo de cambio real y, especialmente, el precio del petróleo por encima de la senda prevista en el último ejercicio de proyecciones. De persistir esta situación, la inflación del IPC estará por encima de lo previsto durante los próximos meses. Sin embargo, dado el nivel que alcanza actualmente la inflación, antes de una acción de política por este motivo, podría esperarse a tener más información para precisar mejor la persistencia del shock y monitorear sus eventuales efectos inflacionarios de segunda vuelta y sobre las expectativas de inflación.
8. Por otra parte, se puede argumentar a favor de mantener la tasa de interés si se estima que todavía hace falta más información que consolide el escenario de progresivo cierre de holguras antes de iniciar el ciclo de normalización de la política monetaria. Ello podría ser más importante en el caso del mercado laboral, cuyas cifras todavía no permiten validar plenamente la hipótesis de que la debilidad fue un fenómeno estrictamente puntual. Esta opción toma preponderancia si se evalúa como relativamente costoso un escenario en que un alza de tasas no sea seguida de cerca por otros movimientos de este tipo.
9. También se puede argumentar a favor de mantener la tasa de interés -más precisamente postergar un aumento- a partir de consideraciones tácticas. En efecto, el mercado mayoritariamente espera que se mantenga la tasa de política monetaria en esta reunión y no se aprecian condiciones que hagan recomendable una sorpresa de política. Por lo tanto, se puede argüir que sería más adecuado preparar más al mercado para que perciba el inicio del proceso de normalización de la política monetaria como el paso natural tras la acumulación de antecedentes, incluida la propia comunicación del Banco Central. En este último caso el comunicado debería incluir referencias más explícitas a la proximidad del ciclo de normalización de la tasa de política monetaria gracias al escenario de progresivo fortalecimiento de la actividad y el gasto.

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

En primer lugar interviene el Gerente de Investigación Económica, señor Klaus Schmidt-Hebbel, quien señala que ha sido un mes de noticias importantes, en comparación con meses anteriores en los cuales se tuvieron menos noticias y de intensidad menor.

Precisa que existe una serie de argumentos a favor de aumentar la tasa de política monetaria. Entre estos está la noticia de mejores condiciones internacionales, reflejadas en un mayor crecimiento de socios comerciales, un mayor precio del cobre y un menor spread soberano. En el plano interno se proyecta un crecimiento mayor que el previsto con anterioridad, con el consiguiente cierre de la brecha del producto en los siguientes doce a veinticuatro meses.



Una tercera noticia es que se ha afianzado el shock de petróleo y, asociado al menos parcialmente a este shock, una depreciación cambiaria moderada respecto de lo proyectado con anterioridad. Las simulaciones de equilibrio general, realizadas con el Modelo Estructural de Proyección, sugieren que en respuesta a un shock temporal del precio del petróleo (digamos por un trimestre), el Banco no debería alterar la tasa de política. Sin embargo, en respuesta a un shock del precio del petróleo más persistente, por ejemplo de una vida media de cinco trimestres y de una magnitud de 30%, el Banco debería subir la tasa en aproximadamente en 100 puntos base y por aproximadamente un año, más al comienzo y con reducciones ulteriores, debido a los efectos de segunda vuelta de este shock. Por lo tanto, la eventual respuesta de política depende crucialmente de la duración estimada del shock. Como resultado de este cambio de escenario entre el mes pasado y de las correspondientes correcciones al alza en los supuestos a mediano plazo para el tipo de cambio y los precios afectados por el alza del petróleo, se ha realizado una corrección muy sustancial en la proyección de corto plazo de la inflación, reflejada en el aumento de 1% en la proyección de la variación del IPC total a diciembre de 2004.

La cuarta noticia ha sido la importante recuperación en las expectativas de inflación, implícita en el diferencial de tasas nominales y en UF a dos años, en 50 puntos base, de 2% a 2,5% en los últimos 30 días. Otra noticia consiste en la nueva evidencia que muestra que de acuerdo con las ponderaciones históricas de los argumentos de las reglas de comportamiento de política del Banco (las cuales podemos creer o no que sean relevantes para el presente), la tasa de política monetaria nominal actual debería estar por encima de 4% nominal, si el Consejo se comportase como lo hizo en la historia de los últimos 10 – 12 años. Y una última noticia, indica, es la nueva evidencia sobre relajamiento de las condiciones monetarias.

Por otra parte, señala el Gerente de Investigación Económica, hay argumentos en contra del alza de la tasa de política. Primero, la velocidad de recuperación de la actividad doméstica aún no está plenamente afianzada, particularmente si se considera la pobre evolución del empleo no asalariado. Segundo, con una probabilidad muy alta, el precio del petróleo está muy alejado de su nivel de equilibrio de mediano plazo, lo que implica, con la misma probabilidad, reducciones importantes en el futuro, con los consiguientes efectos temporarios de menor inflación. En parte asociado a lo anterior, el tipo de cambio se estima que está 4% por encima de su nivel de equilibrio de mediano plazo, lo que implica una probable apreciación futura también. Finalmente cabe destacar la evolución negativa de algunos indicadores de confianza empresarial y de los consumidores.

Pesando los argumentos anteriores a favor y en contra de un cambio de tasa y su impacto sobre la evaluación proyectada de inflación y producto, se podría justificar una recomendación de alza en la tasa de política monetaria. Sin embargo, en su opinión, debido a la incertidumbre sobre la persistencia de algunos shocks, especialmente los del petróleo y del tipo de cambio y de empleo no asalariado, le llevan a sugerir y, muy marginalmente, a mantener la tasa en esta oportunidad. Sin embargo, si se mantienen las condiciones actuales, y con mayor fuerza si cambian en el margen hacia una mayor expansividad, sin ninguna duda correspondería considerar un alza en la siguiente reunión de política monetaria.

El Señor Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés interviene para efectuar dos precisiones. Primero, las proyecciones de inflación de corto plazo que se analizaron, que por su plazo no son las más relevantes para la toma de decisiones, consideran un proceso de apreciación significativo, y una caída importante en el precio del petróleo. Por lo tanto no son proyecciones "Random Walk", con ese supuesto ellas serían mucho más altas.

Lo segundo, cree que es bueno tratar de separar las implicancias del shock petrolero sobre la política monetaria y las implicancias de las otras noticias que se están presentando. Podría suceder que la situación del petróleo se revierta, pero igual persistiría el caso para la normalización de la política monetaria si se considera que, la recuperación se consolidó. Por lo tanto no cree que es bueno tratar estas dos cosas sumándolas, sino que separándolas en el análisis porque pueden tener una implicancia diversa para la decisión de política.



El señor Gerente General, hace presente que quiere hacer un pequeño comentario sobre este punto. Cree que hay que tratar de imitar las cosas buenas de otros países, y en el caso del Presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos de América, señor Greenspan, ha sido muy sorprendente lo que ha pasado en las últimas dos oportunidades en que ha subido la tasa, porque se preparó al mercado de una manera tal, o tan perfecta, que casi no nos dimos cuenta que se había subido la tasa.

Señala el señor Gerente General que piensa que en Chile el Banco sin duda que ha ido cambiando su forma de hacer política monetaria. Antigualmente, era un mérito sorprender al mercado. Ahora, aparentemente, eso no es así, al contrario, hay un objetivo de la máxima transparencia, y dentro de ese objetivo cree que hay una etapa que no debe saltarse, la cual es la preparación del mercado, y en ese sentido, hasta ahora no se ha hecho o si se hubiese hecho no se ha tenido éxito en preparar al mercado para un eventual aumento de tasa. Por eso cree ahora hay que iniciar esa primera etapa.

A continuación interviene el Ministro de Hacienda, señor Eyzaguirre, efectuando un primer comentario de tipo institucional. Cree que al comenzar un período en que todos más o menos intuyen, a menos que ocurran sorpresas del tipo de una desaceleración mundial o cosas de ese tipo, que más temprano o más tarde la tasa va a tener que tender a normalizarse, nos va a poner en una situación de particular stress. Lo anterior, habida cuenta que la ley de alguna forma encarga al Banco Central con una mayor claridad evitar el error de tipo 1, esto es, evitar postergar dicha normalización y pagar costos porque la inflación se dispare.

Agrega que la ley también provee algunos balances a esto, consistentes en la presencia del Ministro de Hacienda en las reuniones de política monetaria. Quiere recordar, que esta es una reunión en que legalmente el Gobierno participa, y cada uno tiene que cumplir su función. Cree que el sentido de dicha participación consiste, entre otros, en que la autoridad política, en este caso representada por el Ministro, trate de representar el riesgo del error tipo 2. La otra situación de balance, consiste en la asistencia del Consejo a la Comisión de Hacienda del Senado. Obviamente, y afortunadamente, tenemos una autoridad monetaria, una autoridad política y una autoridad parlamentaria que no desprecian el error tipo 1. Ustedes no por concentrarse en el error tipo 1 son insensibles al error tipo 2. Asimismo como nosotros, claramente, no por concentrarnos en el error tipo 2 somos insensibles al error tipo 1. Pero hay que reconocer que los matices están ligeramente más cargados hacia un error que hacia el otro y, por tanto, al Ministro le corresponde representar las preocupaciones o los riesgos del error tipo 2.

En ese sentido ve los siguientes temas. En primer lugar, el IPCX1, la variable preferentemente observada por este Banco, está en nivel de 0,6%. Que ella pudiera en el horizonte de proyección sobrepasar el 3% es todavía una mera conjetura, salvo que se fije a partir de intentar simular qué curso va a tomar la realidad futura, pero no es algo que se conozca. Ciertamente, indica, que es muy importante para estos efectos estar en todo momento vigilando lo que ocurre con las expectativas, si éstas están ancladas o no lo están, fundamentalmente por la eventualidad de efectos de segunda vuelta, el que todos prevemos como un evento posible ya que los indicadores de precios más sucios están con una mayor dinámica que los indicadores de precios más subyacentes. Sin embargo, hasta el momento observa que el nivel del IPCX1 está en 0,6% y que las expectativas aparecen firmemente ancladas tal como se observa en los premios por inflación implícitos en los papeles nominales cortos y largos: todos sistemáticamente están debajo de 3%. Por tanto, no se diría que estamos en una situación que alguien pudiera calificar de urgencia, simplemente lo somete al test de la simetría. Qué ocurriría si se estuviera con un nivel de 5,4%, el corolario del 0,6% hacia el otro lado, y las expectativas estuvieran todavía por arriba de 3%. Esto frente a una economía que está con una velocidad plana o está desacelerando moderadamente. Cree que sería realmente muy difícil justificar una baja de tasa.



Seguidamente, respecto del punto de vista del tema internacional, es cierto, y como bien dijo el Gerente General, don Camilo Carrasco, que Alan Greenspan preparó muy bien al mercado, pero no es menos cierto que han aparecido nuevas inquietudes, quizás agravadas por el ciclo político, de una reiniciación en Estados Unidos de una recuperación sin creación de empleos a la luz de los últimos datos de empleo, los que han sido negativos. Tampoco deja de ser cierto que el petróleo tiene un efecto posiblemente contractivo sobre dicha economía. Por tanto, incluso la reciente alza de 25 puntos base en Estados Unidos de América tiene algunos detractores. Cabe señalar que la posición cíclica de Estados Unidos de América está mucho más avanzada que la chilena, y que todavía el nivel de la tasa en Estados Unidos de América está por debajo del chileno.

En tercer lugar, no podemos minimizar el efecto contractivo doméstico sobre actividad que tiene el precio del petróleo, tanto por el lado de las expectativas como por el lado del shock de costo.

En cuarto lugar, mi hipótesis nula es que la magnitud de la brecha es mayor a la estimada, basado en que históricamente durante los ciclos contractivos los cálculos hechos en tiempo real del producto potencial han tendido a subestimar el nivel estimado ex post. No obstante, no puedo descartar que aunque esté de acuerdo en que la brecha se está cerrando, probablemente lo está haciendo a una velocidad menor.

Por todo lo anterior, no es completamente descartable que si una cierta combinación de eventos ocurre, el adelantar el proceso de normalización de políticas pudiera, en el extremo, producir un freno a la recuperación. Ese problema existe y, por tanto, creo que no podemos subestimarlos. Ese es un extremo. El otro es que crezcamos menos de lo que podríamos crecer respetando plenamente el objetivo de inflación.

Por último, respecto al sentimiento que estamos en un ambiente correspondiente a una política monetaria ultra expansiva, cree que eso es cierto cuando uno lo compara con la historia de Chile, pero no es cierto cuando uno lo compara con lo que ocurre a nivel internacional hoy día. En efecto, estima, por ejemplo, que un comparador que para nosotros es muy relevante son los ocho países emergentes del Asia, sacando China e India, pero que también los podemos incluir y no vamos a tener condiciones muy distintas. De esos ocho países, salvo Indonesia que tiene una inflación sobre el 7%, siete están creciendo más rápido que Chile. Los siete tienen una tasa de interés real más baja, y cuatro de ellos una tasa de interés nominal más baja. Por tanto, realmente parece difícil sentir que nuestra política está particularmente desalineada cuando uno la compara con esa referencia.

El Presidente, señor Vittorio Corbo, indica que antes de pasar a la presentación de cada uno de los Consejeros, quiere agregar dos aspectos. El primero, que el Banco ha tratado de no sorprender al mercado, lo que aumenta la efectividad de su política y la hace transparente y, en segundo lugar, cree como bien lo ha planteado el señor Ministro, al inicio, que si la economía sigue en el curso en que estamos, no hay duda que en algún momento la política monetaria expansiva tiene a normalizarse. Estima que ese momento de normalización estaría más cerca ahora que lo que estaba antes.

El Consejero señor Marfán, manifiesta que primero que nada quiere agradecer al staff por su análisis, como siempre ha estado muy acertado y las opciones que han presentado en esta ocasión son su juicio las correctas.

Los distintos indicadores de inflación se acercan al rango meta del Banco. La actividad y la demanda interna están creciendo a un ritmo consistente con el cierre paulatino de la brecha de capacidad productiva, la que constituye la variable clave para predecir las presiones de demanda sobre la inflación. Se constata asimismo el escenario de riesgo del último IPOM respecto de un precio internacional del petróleo más elevado, aunque los términos de intercambio siguen siendo favorables.



Finalmente, la Reserva Federal ha elevado ya dos veces la tasa de los fondos federales y se espera que lo siga haciendo a un ritmo relativamente pausado a futuro.

Todo esto apunta o indica que estamos cerca de iniciar la normalización de la tasa de política monetaria hacia una instancia menos expansiva que la actual.

Con todo, señala que es su convicción que resulta prematuro iniciar ese proceso en esta reunión. Hay un grado razonable de duda, respecto de si la reactivación económica es o no lo suficientemente fuerte.

Las recientes cifras de empleo y de las encuestas de expectativas económicas, tienen una interpretación ambigua. El mayor precio del petróleo, en tanto, si bien constituye un shock de oferta, también constituye un shock de demanda contractivo.

Bajo la hipótesis de que fuera conveniente elevar la tasa de política monetaria en esta oportunidad, y el Consejo decidiera mantenerla, el costo a pagar por equivocarse sería elevar más aceleradamente esa tasa en las próximas reuniones de política monetaria, con el propósito de cumplir con la meta de inflación en el horizonte habitual de 24 meses.

El empinamiento de esa trayectoria de tasas no sería muy pronunciado, ya que las cifras de inflación actuales siguen presentando una holgura relativa.

Bajo la hipótesis contraria, es decir, si fuera conveniente mantener la tasa de política monetaria en esta oportunidad y el Consejo decidiera elevarla, el costo de equivocarse sería mayor que el caso anterior. En efecto, se correría el riesgo de abortar la reactivación en marcha, con el agravante de poner en riesgo la credibilidad de la política monetaria. Esto es especialmente cierto dados los sucesivos episodios de reactivación frustrada de los últimos años.

En consecuencia, estima que resulta conveniente confirmar a través de las próximas cifras de ocupación y de expectativas entre otras, que la economía chilena está efectivamente embarcada en una trayectoria de reactivación franca y segura, de manera que la normalización de las tasas de interés acompañe la normalización del resto de las variables económicas.

Por las razones expuestas vota por mantener la tasa de política monetaria al nivel actual de 1,75%.

El Consejero señor Jorge Desormeaux, señala que desde la última reunión, tal como lo acaba de señalar el Consejero Marfán, se han visto algunos desarrollos importantes como la aceleración del IPC y la inflación subyacente, lo que coincide con un mayor precio de los combustibles, a medida que se ha consolidado ese escenario de riesgo que consideraba nuestro Informe de Política Monetaria de mayo. De hecho estamos proyectando en este momento una inflación que bordea el 3% en diciembre, algo que parecía muy lejano algunos meses atrás.

Otro desarrollo importante que también se ha destacado, es que los Estados Unidos de América ha comenzado la normalización de su tasa de política monetaria y eso ha tenido impacto sobre el tipo de cambio en la economía interna, que hoy día observa un tipo de cambio real que está por encima de valores que nosotros proyectábamos para esta época.

Paralelamente el crecimiento se consolida y acelera y más aún, podríamos pretender que se ubique en la parte alta de nuestro rango de crecimiento previsto para este año.

Frente a ello, hay dos desarrollos que van en una dirección un poco distinta como el hecho de que el mercado laboral siga mostrando una cierta debilidad, algo que también se aprecia en la confianza de los consumidores.



Indica que ante eso, un elemento tranquilizador es ciertamente que las expectativas inflacionarias convergen al centro del rango meta y parecen firmemente ancladas. Esto nos da un espacio para tomar la decisión que tenemos que adoptar hoy.

A la luz de estos antecedentes, la opción de aumentar tiene más fundamentos que en ocasiones anteriores, y de postergarse el inicio del proceso de normalización de tasas, la Gerencia de División Estudios plantea que se corre el riesgo de tener que hacer un ajuste más rápido de la política monetaria a futuro. Esto es significativo porque estamos partiendo de un nivel de estímulo monetario relativamente importante, por cierto el más alto que ha tenido nuestro país en la historia. Es así aunque la historia de este país tal vez no es el parámetro más adecuado, como se ha señalado, pero en todo caso es un antecedente.

Por otro lado es cierto que los elementos que están generando esta aceleración de la inflación son fundamentalmente shocks de oferta, que son efectos por una sola vez, y esto está ocurriendo en un contexto de expectativas inflacionarias fuertemente asentadas. A esto se suma el hecho, también señalado acá, de que el mercado hoy día no espera un aumento de tasas de interés.

Agrega el señor Desormeaux, que también señala la Gerencia de División Estudios un elemento importante y es que tenemos que tratar de evitar el riesgo de una partida falsa. Esto nos ocurrió el año 2000 y ciertamente que tenemos que estar muy seguros cuando el Banco Central inicie el proceso de normalización de tasas para que esto no se repita. Pero no cabe ninguna duda que el momento para iniciar la normalización de la política monetaria está cada vez más próximo.

Por ello, apoya la propuesta de la Gerencia de División Estudios en orden a mantener la tasa de política monetaria en esta reunión pero, al mismo tiempo, también apoya la propuesta de anticiparle al mercado que está próximo el inicio del proceso de normalización de la tasa de política monetaria, gracias al progresivo fortalecimiento de la actividad y el gasto, de manera que no tengamos esta limitación en el futuro. Cree además, que la preparación del Informe de Política Monetaria de septiembre va a dar una oportunidad para evaluar con mucho más profundidad el momento ideal para iniciar la normalización de la tasa de interés, contando con una proyección de inflación de mediano plazo en que se expliciten todos los supuestos relevantes, de modo que podamos evaluar también todos los riesgos asociados.

Por las razones expuestas, vota por mantener la Tasa de Política Monetaria al nivel actual de 1,75%.

La Consejera señora María Elena Ovalle, señala que el panorama internacional que enfrenta la economía sigue mostrándose favorable. La proyección de crecimiento de 5% para la economía mundial se mantiene, pese al incremento del precio del petróleo y las correcciones a la baja en el crecimiento de Estados Unidos de América y China. Lo anterior, en un contexto sin presiones inflacionarias externas adicionales y con un entorno financiero que continúa favorable, no obstante el nuevo aumento de 25 puntos base en la tasa rectora de Estados Unidos de América.

En el plano local, la actividad sigue mostrando un ritmo de expansión en 12 meses en torno al 5%, aunque al igual que en la reunión pasada, las expectativas de los agentes y el mercado laboral continúan mostrando un comportamiento algo más débil que lo deseado en esta parte del ciclo. Sin embargo, con la creación de 7 mil puestos de trabajos respecto al trimestre móvil inmediatamente anterior, se comienzan a percibir algunos signos de recuperación.



Junto a esto, el IPC y el IPCX estuvieron marginalmente por sobre lo esperado en la reunión pasada. Ello se debe en parte al impacto de mayores precios en los combustibles, en algunas tarifas reguladas, y en la persistencia del tipo de cambio real y del precio del petróleo, en valores por encima de los considerados en nuestras proyecciones. Esto sumado al progresivo cierre en las brechas de capacidad, configuran un escenario en que se debiera esperar la convergencia al centro del rango meta en un horizonte más cercano al previsto en el último Informe de Política Monetaria.

Por todo lo anterior, ve en esta oportunidad más elementos que debieran llevar a una pronta normalización del actual impulso monetario. Sin embargo, cree importante en esta ocasión, esperar por más antecedentes para determinar mejor la temporalidad de los altos valores del precio del petróleo y tipo de cambio. Asimismo, como dijo anteriormente, la desocupación es alta, los indicadores de confianza aún no se recuperan, las diversas medidas de expectativas inflacionarias permanecen ancladas a nuestro objetivo de política y el mercado no espera cambios en esta reunión. Coincide con lo planteado por la Gerencia de División Estudios, en que se debe preparar más al mercado para que perciba el inicio del proceso de normalización de la política monetaria. A base de estos antecedentes, está por mantener la tasa de política monetaria en 1.75%, por lo cual su votación es en tal sentido.

El Consejero señor José De Gregorio, expresa que si bien han ocurrido algunos desarrollos importantes en la economía, cree que ha habido pocas sorpresas durante el último mes. La actividad sigue la evolución esperada y más bien en el lado positivo. La inversión se recupera algo más rápido de lo esperado y es probable que el crecimiento para este año se ubique algo por encima de lo que esperábamos hace unos meses atrás, aunque aún dentro del rango del último Informe de Política Monetaria. Las únicas señales de mayor cautela vienen por el lado del desempleo, aunque aún la evidencia es poco definitiva. Por el lado de la inflación, ésta se comienza a acercar a velocidades consistentes con el centro del rango meta, sin presentar cambios importantes respecto a las proyecciones del Banco Central de Chile, aunque el precio del petróleo sigue siendo el origen de mayor preocupación y desviaciones de lo previsto, tanto en el ambiente externo como interno no existen incertidumbres significativas que nos hagan cambiar nuestra visión de los trimestres que vienen. En el ambiente internacional, como se esperaba la Reserva Federal ha estado aumentando las tasas de interés, es decir los riesgos están más bien acotados.

En este escenario, a diferencia de lo ocurrido en reuniones pasadas, no se puede descartar de plano un alza de tasas de interés. Tal como se ha señalado en oportunidades anteriores, la política monetaria debiera reducir gradualmente su expansividad para aproximarse a niveles más neutrales y esto debería estar ocurriendo en algún momento de este segundo semestre. Aunque no haya cambios en nuestras proyecciones el solo paso del tiempo debiera aproximarnos a proyecciones de la inflación que empiecen a subir por encima del centro del rango meta. Sin embargo, cree que este no es el momento para subir tasas. En primer lugar más allá de la magnitud de los cambios de tasas, un cambio de signo de la política monetaria representa una señal de política de primera importancia. Es de esperar que ocurra a continuación de un proceso gradual de alza de tasas y por lo tanto hay que estar muy seguros cuando comienza dicho proceso. El subir la tasa de interés no significa que la tasa seguirá subiendo, pero que será lo más probable.

Como ha señalado anteriormente, un cambio de signo de la política monetaria que se aborta al corto plazo, partida falsa como señalara el Sr. Rodrigo Valdés, representa una señal confusa. Puede haber buenos argumentos para ello, pero es preferible gradualidad y pocos cambios de sentido en la política monetaria.

En segundo lugar el mercado no lo está esperando y por lo tanto un alza de tasa representaría una sorpresa y algo que el mercado observaría con preocupación tratando de leer qué información tiene el Banco distinta de ellos que le habría llevado a tomar dicha decisión. La verdad es que no existe ninguna información especial. Por ello, cree que, sin comprometerse a subir tasas en la próxima reunión, se debería ir comunicando que esto puede suceder en los meses que vienen, en el contexto del compromiso con la meta de inflación en una visión de 24 meses. Esta sola señal, será la primera medida para ir quitando



algo de impulso a la política monetaria, la que ciertamente seguirá siendo muy expansiva. Por lo anterior, cree que es prudente mantener la tasa, y por lo tanto vota en tal sentido.

El Presidente señor Vittorio Corbo estima que el Informe del staff describe muy bien la disyuntiva en que nos encontramos y cuales son las opciones de política que existen por delante.

El alto crecimiento de la economía mundial se consolida con un cambio en el dinamismo al interior de los países industriales. Estados Unidos y China se desaceleran en el margen, mientras que el crecimiento de Japón y la Unión Europea remonta por encima de lo que se esperaba hace unos meses.

Asociado al alto crecimiento de la economía mundial se observan también altos precios de productos primarios, en particular el petróleo y el cobre. La economía interna continúa tomando dinamismo impulsada por una política monetaria expansiva, y la consolidación de un muy buen entorno externo. De hecho el crecimiento de la actividad supera al anticipado.

Por el lado de la demanda interna, destaca el fuerte dinamismo que muestra la inversión en maquinaria y equipos y la fortaleza en el crecimiento del consumo, a pesar del deterioro en el margen de las expectativas de los consumidores.

Aún así, el avance en el cierre de la brecha de productos y el alza en los precios del combustible, adelantan la convergencia de la inflación hacia el centro del rango meta.

En estas circunstancias, con una tasa de instancia muy por debajo de su nivel neutral, y con la consolidación de la brecha de producto, se corre el riesgo que la inflación se aleje significativamente del rango meta, en un horizonte de 12 a 24 meses.

Por lo anterior, de continuar estos desarrollos, y para que esta expansión continúe, lo más adecuado sería comenzar a reducir el pronunciado estímulo monetario en forma gradual. Sin embargo, antes de moverse en esta dirección, se requiere una confirmación de la permanencia de los altos precios del petróleo, y del cuadro de crecimiento que hemos estado observando últimamente.

Por lo anterior, señala que su voto es por mantener la tasa en su nivel actual.

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

66-01-040812 – Tasa de Política Monetaria.

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

Se retira de la Sesión el señor Ministro de Hacienda, señor Nicolás Eyzaguirre Guzmán y la Asesora Macroeconómica del Ministerio de Hacienda, señora Bernardita Piedrabuena Keymer.

III. Comunicado

“En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central resolvió, por unanimidad, mantener la tasa de interés de política monetaria en 1,75% anual.



La incidencia del mayor precio de los combustibles probablemente eleve la inflación del IPC hacia 3% antes de lo previsto en el último Informe de Política Monetaria. Sin embargo, las medidas de inflación subyacente IPCX e IPCX1 (que excluyen algunos bienes cuyos precios son más volátiles) convergen al rango meta de 2 a 4% al ritmo esperado. Los positivos indicadores de actividad refuerzan el panorama de progresivo cierre de holguras de capacidad. En particular, la inversión y el comercio exterior han continuado mostrando mayor dinamismo que el esperado. En tanto, la información más reciente del mercado laboral sugiere que se ha atenuado en parte la debilidad observada en los dos meses anteriores.

A la luz de estos antecedentes, el Consejo estima que se acerca el momento en que será necesario reducir el marcado estímulo monetario, de manera de compatibilizar el mayor dinamismo económico con una trayectoria esperada para la inflación en 3% anual en el horizonte habitual de política de 12 a 24 meses. En cualquier caso, reitera que se mantendrá atento para ajustar oportunamente la política monetaria de manera de confrontar las desviaciones que se proyecten respecto de la trayectoria esperada de la inflación en relación con la meta establecida."

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

JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Vicepresidente

VITTORIO CORBO LIOI
Presidente

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Consejero

MARÍA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera

NICOLÁS EYZAGUIRRE GUZMÁN
Ministro de Hacienda

MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero

JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR
Ministro de Fe (S)

42



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

En Santiago de Chile, a 7 de septiembre de 2004, siendo las 16,00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Vittorio Corbo Lioi y con la asistencia del Vicepresidente don José De Gregorio Rebeco y de los Consejeros doña María Elena Ovalle Molina, don Jorge Desormeaux Jiménez y don Manuel Marfán Lewis.

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

Asisten también:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;
Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Angel Nacur Gazali;
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;
Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera Barriga;
Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic Marinovic;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva;
Gerente de Información e Investigación Estadística, don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Comunicaciones, don Eduardo Arriagada Cardini;
Secretaria Ejecutiva Gabinete Presidencia, doña Cecilia Feliú Carrizo;
Secretario General, don Jorge Court Larenas.

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

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

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

II. Exposición.

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

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



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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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



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

24



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



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

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

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



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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

67-01-040907 – Tasa de Política Monetaria.

Se acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base hasta 2% anual. Los tramos de la línea de crédito de liquidez se aumentan también hasta 2% anual.

Se retira de la Sesión el señor Ministro de Hacienda, señor Nicolás Eyzaguirre Guzmán y la Asesora Macroeconómica del Ministerio de Hacienda, señora Bernardita Piedrabuena Keymer.

III. Comunicado

"En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central resolvió, con el voto de cuatro de sus miembros, aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base hasta 2% anual. El voto de minoría estuvo por mantener la tasa.



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

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

A la luz de estos antecedentes, el Consejo ha estimado apropiado reducir moderadamente el marcado estímulo monetario prevaleciente, el que se hace menos necesario gracias a la favorable evolución y perspectivas que muestran la actividad y el gasto. El Banco Central reitera que se mantendrá atento para ajustar oportunamente la política monetaria de manera de confrontar las desviaciones que se proyecten respecto de la trayectoria esperada de la inflación en relación con la meta establecida."

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 18,30 horas.

JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Vicepresidente

VITTORIO CORBO LIOI
Presidente

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Consejero

MARÍA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera

NICOLÁS EYZAGUIRRE GUZMÁN
Ministro de Hacienda

MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero

MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe

4



ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION DE POLITICA MONETARIA N° 69
Celebrada el 12 de octubre de 2004

En Santiago de Chile, a 12 de octubre de 2004, siendo las 16,00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Vittorio Corbo Lioi y con la asistencia del Vicepresidente don José De Gregorio Rebeco y de los Consejeros doña María Elena Ovalle Molina, don Jorge Desormeaux Jiménez y don Manuel Marfán Lewis.

Asiste la señora Subsecretaria de Hacienda, doña María Eugenia Wagner Brizzi.

Asisten también:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;
Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldívar;
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;
Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera Barriga;
Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic Marinovic;
Gerente de Análisis 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;
Secretario General, don Jorge Court Larenas.

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

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de abril de 2005, para el día 7 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:

Desde la publicación del Informe de Política Monetaria se han producido varias noticias significativas. En el entorno externo, aunque las condiciones que favorecen un crecimiento económico elevado se mantienen, el precio del petróleo ha llegado a nuevos máximos, superando los US\$ 50 por barril. En el ámbito interno, la actividad económica ha sorprendido con un dinamismo superior al previsto, en particular en el sector industrial, mientras que el gasto interno, empujado por la formación bruta de capital, se aprecia superior al previsto apenas un mes atrás. Estos dos antecedentes llevan a elevar el panorama de crecimiento para este año hasta cerca de 5,5% para el PIB y a cerca de 6% para la demanda interna. El mercado laboral continúa presentando una marcada heterogeneidad, con alto desempleo, pero a la vez con indicadores positivos de creación de empleo. La inflación subyacente se ubicó casi dos décimas por debajo de lo previsto hace un mes, mientras el crecimiento de los costos laborales se mantiene especialmente acotado. Finalmente, las expectativas privadas y los mercados financieros han reaccionado con intensidad a los nuevos antecedentes, con lo que la trayectoria esperada para la tasa de política monetaria se ha empinado y el peso ha mostrado una apreciación que en principio se puede vincular a esto último.



El escenario de crecimiento global continúa siendo favorable. La información coyuntural para Estados Unidos de América ha confirmado que la debilidad del segundo trimestre resultó menos marcada y pasajera de lo inicialmente previsto, mientras en Europa el ritmo de crecimiento esperado se mantiene y en Japón la actividad proyectada se ha resentido levemente, principalmente por una demanda interna menos dinámica. Sin duda, el principal factor que ha modificado la situación coyuntural del entorno externo ha sido el mayor precio del petróleo a nivel mundial, motivando una revisión al alza en el precio esperado del crudo Brent del orden de US\$ 2 por barril para este año y el próximo, aunque sin modificar los supuestos de largo plazo. Por el lado del cobre, se considera que los mayores precios observados recientemente no justifican cambiar las perspectivas contenidas en el Informe de Política Monetaria reciente. Finalmente, el entorno financiero se mantiene bastante favorable, sin que el fuerte incremento del precio de los combustibles haya afectado el ritmo mesurado al que se espera continúe la normalización de la política monetaria en las principales economías, o los *spreads* soberanos.

En Chile, luego del alza de la tasa de política monetaria en la reunión pasada, los mercados financieros han reaccionado al mayor precio del petróleo y las buenas noticias por el lado de la actividad. El conjunto de tasas de interés se ha incrementado, lo que refleja en alguna medida un escenario de inflación a mediano plazo algo superior al previsto, pero sobre todo una trayectoria implícita para la tasa de política considerablemente más empinada que hace un mes. En efecto, la curva *forward* y la encuesta de expectativas mensual indican hacia el próximo año niveles para la tasa de política de entre 75 y 100 puntos base por sobre el del mes pasado. El tipo de cambio se ha apreciado bastante, lo que se puede asociar básicamente a estas mayores tasas de interés. Las condiciones crediticias continúan siendo favorables, a la vez que los distintos agregados monetarios siguen mostrando un dinamismo significativo.

Por el lado de la actividad y el gasto, las noticias han sido positivas. La producción industrial sorprendió significativamente al alza en el último mes, lo que ha llevado a revisar considerablemente hacia arriba el crecimiento sectorial durante lo que resta de este año. Con ello, el crecimiento del PIB se ubicaría cerca de 5,5%, explicado principalmente por estas positivas noticias, y en menor medida por la nueva información del Instituto Nacional de Estadísticas. Las expectativas empresariales siguen repuntando, al igual que la formación bruta de capital fijo, la que volvió a sorprender en septiembre. Por otra parte, el componente durable del gasto en consumo privado detuvo su caída y presenta un repunte incipiente. Las exportaciones, en tanto, han mostrado un dinamismo ligeramente menor, el cual se atribuye esencialmente a una acumulación no anticipada de existencias por parte de grandes empresas mineras. El elemento que sigue poniendo una nota de cautela en este panorama en general auspicioso es la confianza de los consumidores, la que nuevamente empeoró. Los vaivenes de esta variable en el corto plazo probablemente siguen asociados a las fluctuaciones del precio de los combustibles y de la locomoción colectiva. Por ahora, se sigue evaluando si por el lado del mercado laboral no se está induciendo a una mayor debilidad generalizada en el consumo y el gasto interno.

Respecto de esto último, la información más reciente confirma una acentuada heterogeneidad dentro del mercado laboral. Por un lado, aunque en lo más reciente la fuerte recomposición entre empleo asalariado y empleo por cuenta propia medido por el Instituto Nacional de Estadísticas se detuvo, se sigue apreciando un incremento sostenido de las vacantes y del empleo formal (si bien los asalariados del Instituto Nacional de Estadísticas muestran algo menos dinamismo), junto con un repunte del empleo en la construcción y en la industria. La tendencia de la fuerza de trabajo sigue siendo creciente, sin reflejar desaliento, y las perspectivas empresariales respecto de la creación de empleos son alentadoras. Por otro lado, el empleo agrícola continúa cayendo y la tasa de desocupación a nivel nacional ha vuelto a niveles cercanos a los del 2001. Quizá la mejor indicación de las inusuales condiciones del mercado laboral sea la clara divergencia que se aprecia en la tasa de desocupación y la tasa de vacantes respecto de sus tendencias históricas.



Finalmente, la inflación subyacente se ubicó casi dos décimas por debajo de lo previsto hace un mes. Con ello se revirtió levemente la aceleración de los precios que se venía observando desde el segundo trimestre. Aunque siempre es posible encontrar antecedentes casuísticos que expliquen por qué la trayectoria de los precios no repuntó en este mes en particular, puede ser que el ritmo de cierre de holguras y/o las tendencias de los costos laborales no sean tan intensas como se deduciría de los patrones históricos. Se configura entonces un escenario de riesgo de inflación más acotado para los próximos trimestres, lo que se puede apreciar en algunas proyecciones alternativas al escenario central. En todo caso, dados el dinamismo que está tomando la actividad y la evidencia mixta del mercado laboral, se puede descartar que el menor ritmo inflacionario observado se deba a una debilidad generalizada en las condiciones de demanda.

Escenario internacional

Se mantiene un favorable panorama internacional para la economía chilena. El crecimiento mundial se aprecia dinámico, el precio del cobre continúa en niveles elevados y se espera que las condiciones financieras internacionales relajadas se atenúen de forma gradual en los próximos dos años. En contraposición, el precio del petróleo ha llegado a sus niveles más altos en términos reales en veinte años. Esto ha acrecentado la incertidumbre respecto de su trayectoria futura y de los efectos que pudiera generar sobre la actividad mundial y/o la inflación, con sus implicancias sobre las decisiones de política monetaria en el mundo desarrollado.

Las proyecciones de crecimiento mundial no sufren cambios relevantes respecto del escenario base de septiembre. Por región, las perspectivas de crecimiento para Estados Unidos de América se mantienen. Ello considerando el crecimiento del segundo trimestre, que fue superior al estimado: 3,3% trimestre/trimestre anualizado. Para el tercer trimestre, los indicadores disponibles de consumo personal y confianza de consumidores apuntan a una actividad mejor que en el trimestre previo. Ello se refuerza con la creación de empleos, que aunque más lenta que lo esperado, sigue mostrando una recuperación. Las cifras de inversión, en particular la residencial, continúan con un gran dinamismo. Por último, la productividad de esta economía apoya con fuerza el crecimiento, mientras la política monetaria, a pesar de haber iniciado ya un ciclo de normalización, es aún altamente expansiva. En la zona euro, los indicadores siguen dando cuenta de una recuperación moderada, principalmente liderada por el sector externo, al que se suma la demanda interna en algunos países. Lo anterior es validado por los indicadores de confianza, tanto empresarial como de consumidores, que se han mantenido en niveles más elevados. En Japón, las proyecciones de crecimiento para el 2004 caen 0,3 punto porcentual, dando cuenta del efecto de los altos precios del petróleo y de una expansión del PIB del segundo trimestre por debajo de las expectativas. Se estima que la desaceleración del segundo cuarto sería transitoria, pues indicadores más recientes, en especial la encuesta Tankan, validan una actividad más dinámica para el resto del año.

Durante septiembre, el precio del petróleo superó los niveles proyectados, transándose por sobre los US\$ 47 el barril. Ello se asocia a algunos factores coyunturales, y a una creciente demanda para constituir inventarios estratégicos por parte de las principales economías desarrolladas. Este escenario se conforma junto a elementos de carácter más estructural, relacionados con una fuerte demanda por petróleo por parte de los principales consumidores, con los productores operando a plena capacidad. Así, los premios por riesgo de este mercado se reducirían solo de manera gradual, implicando que los precios proyectados para éste y los próximos dos años serían algo mayores que los contemplados en el Informe de Política Monetaria pasado.

4



En septiembre, el precio del cobre siguió una trayectoria al alza, asociada a la posibilidad de huelgas en yacimientos mineros de distintas regiones, lo que motivó la entrada de agentes especuladores. Un espacio relativamente estrecho en este mercado, consecuencia de la dinámica que ha mostrado la demanda, presionó fuertemente el precio. Lo anterior sugiere elevar levemente el precio proyectado para el 2004, respecto del precio estimado en el último IPoM. Hacia el 2005 y el 2006, se mantienen los valores promedio proyectados.

Los indicadores financieros de los mercados desarrollados siguen dando cuenta de condiciones favorables. El aumento de las tasas de interés de corto plazo, reflejo de la normalización del estímulo monetario, vino acompañado de una reducción de las tasas de interés de largo plazo. En Estados Unidos de América, estas últimas se ubicaron gran parte de septiembre en torno a 4%, con indicadores de precios y el comunicado de la Reserva Federal que señalaron que la inflación está bien contenida. Más recientemente, ante la corrección del PIB del segundo trimestre y alentadores indicadores en el margen, los rendimientos se han elevado a comienzos de octubre (4,17%). El dólar se ha mantenido relativamente estable, cotizándose en la vecindad de US\$ 1,22-US\$ 1,23 por euro y en torno a ¥\$ 110 por dólar.

Las expectativas respecto de la política monetaria en las economías desarrolladas no tienen cambios significativos respecto de comienzos de septiembre. En Estados Unidos de América, la Reserva Federal subió la tasa de interés de los fondos federales en 25 puntos base en su última reunión. En su comunicado mantiene los balances de riesgos, en términos de crecimiento e inflación, y su lenguaje sugiere un alza mesurada de la tasa de interés hacia el futuro. Los mercados contemplan un escenario que lleva la tasa de interés a 2% a fin de año. En la zona euro, el escenario central sugiere que la tasa repo se mantendría en sus niveles actuales hasta principios del 2005, de acuerdo con una actividad que se recupera poco a poco y una trayectoria para la inflación que no resulta preocupante.

En las últimas semanas, las economías emergentes han visto mejores condiciones de financiamiento externo. A la caída en las tasas de interés de largo plazo en economías desarrolladas se suma el descenso de los *spreads* de riesgo crediticio. La velocidad con la cual se han ajustado las tasas de interés en Estados Unidos de América y las expectativas de una trayectoria mesurada para la misma, conforman un panorama positivo para los flujos de capitales hacia economías emergentes, reflejado en la evolución de las inversiones de fondos internacionales. Algunas economías emergentes han aprovechado esta coyuntura favorable, y han efectuado colocaciones exitosas de deuda soberana de modo de reestructurar sus pasivos.

Mercados financieros

Tasas de interés y expectativas

Desde la última reunión, los mercados financieros han reaccionado al aumento de la TPM, los mayores precios del petróleo y las mejores perspectivas para el crecimiento de la economía chilena. Ello se ha reflejado en la evolución de la mayoría de las expectativas de inflación y en incrementos de las tasas de interés a distintos plazos, especialmente en pesos. Las tasas de colocación continúan en niveles muy favorables.

Comparadas con los valores del cierre del Informe de Política Monetaria de septiembre, las tasas de interés de los instrumentos reajustables aumentaron en promedio 30 puntos base, ubicándose los Bonos Reajustables del Banco Central en 2,5% a 5 años y en 3,3% a 10 años. Las tasas de interés de los Bonos en Pesos aumentaron fuertemente (entre 70 y 110 puntos base) más que revirtiendo las caídas del mes anterior. En lo más reciente la tasa de interés del BCP-2 llegó a 4,4%, mientras que la de los BCP-5 y BCP-10 años a 5,7 y 6,7%, respectivamente. Las tasas de interés de los instrumentos nominales de corto plazo, PDBC, se ubican por sobre la TPM (+40 puntos base).

hp



La compensación inflacionaria implícita en los bonos nominales a distintos plazos aumentó entre 50 y 100 puntos base respecto de la reunión de septiembre, situándose en torno al centro del rango meta. Las expectativas de inflación de la encuesta a las mesas de dinero, se incrementó en el margen (5 y 10 puntos base) comparadas con las cifras al momento de la reunión anterior. En tanto, la encuesta de expectativas del Banco Central de Chile de octubre indica un aumento en la inflación esperada a un año, ubicándola en 3%, al igual que la a dos años.

Las expectativas para la tasa de política monetaria implícitas en la curva *forward* aumentaron respecto de la reunión anterior, anticipándose un incremento del orden de 110 puntos base en los próximos seis meses y de otros 90 puntos base en los siguientes seis. Respecto del Informe de Política Monetaria de septiembre, la curva *forward* indica un aumento en las expectativas para la tasa de política monetaria del orden de 20 puntos base por semestre, en el horizonte habitual de política. La encuesta de expectativas de octubre, considera una evolución más pausada, pero que también mostró un cambio de pendiente.

Agregados monetarios

En septiembre, si bien el M1A aumentó por sobre lo estimado por el modelo de proyección habitual, esta desviación fue menor a la de meses anteriores (0,3%). Con ello, la tasa de crecimiento anual de este agregado pasó desde 27,3% a 26,5% entre agosto y septiembre. De todas maneras, se ha acumulado desde mayo una desviación significativa en niveles, la que alcanza a 8%. Las tasas de crecimiento de los agregados más amplios aumentaron 17,2% y 6,7%, para el M2A y M7, respectivamente.

Condiciones de crédito y financiamiento

En agosto, los créditos de personas mantuvieron elevada tasas de incremento anual: 19% para consumo y 17,4% para vivienda. En septiembre, las tasas de interés de los créditos de consumo se redujeron levemente respecto de agosto. Las tasas de interés de las letras de crédito tuvieron un rebote desde mínimos históricos. En particular, las tasas de las letras en UF con duración de 5 a 6 años, clasificación AA y tasa facial entre 4-5% promediaron 3,9% (+22 puntos base) en el mes. Las letras emitidas con tasa facial entre 5-6% subieron hasta 4% (+7 puntos base).

La tasa de crecimiento anual de la deuda bancaria de empresas llegó a 6% durante agosto. Sigue destacando el incremento de los canales de financiamiento alternativos tales como el *leasing* y *factoring*, los cuales registraron tasas de crecimiento anuales de 22% y 130%, respectivamente. En tanto, las tasas de interés promedio ponderada de los créditos comerciales se mantuvieron en niveles similares a los de agosto. En septiembre, la deuda bancaria total continuó incrementándose registrando una tasa de crecimiento anual de 9% nominal.

Bolsa

En septiembre, el IPSA alcanzó niveles históricos de 1700 puntos al desalinearse respecto del comportamiento de las bolsas norteamericanas. Así, desde la reunión pasada el IPSA creció 8% medido en dólares y 4% en pesos, acumulando en el año un crecimiento de 14% y 15%, respectivamente. Este mejor desempeño responde a las mejores perspectivas económicas sumado a los buenos resultados de las empresas, principalmente del sector *retail* y bancario.

Respecto de las bolsas internacionales, el *Nasdaq* aumentó 5% en igual período, mientras que el *Dow Jones* cayó 2%, acumulando en el año variaciones de -3%, ambos indicadores.



Tipo de cambio

Durante el último mes el tipo de cambio se ha apreciado cerca de 4%, cotizándose en la actualidad en torno a \$ 600 por dólar. Ello es coherente con un diferencial entre tasas de interés nominal internas y externas que ha aumentado más de cincuenta puntos base, debido al incremento de las tasas de interés internas y de las mayores expectativas de inflación.

Al medir la evolución de la moneda local respecto de una canasta de monedas, la apreciación ha sido menor: del orden de 3% y 3,5% con respecto al TCM y TCM-5, respectivamente. En cuanto a las perspectivas para el tipo de cambio, los resultados de la encuesta de expectativas de octubre señalan que a un año plazo el peso se depreciaría del orden de 2,5% respecto de su nivel actual, valor que llega a 4% en dos años plazo.

Por su parte, respecto de agosto el tipo de cambio real y TCR-5 cayó 4% y 5%, respectivamente. En octubre el tipo de cambio real se ubica en valores similares a los de fines del primer trimestre (97,6), equivalente a un aumento cercano a 3% respecto de diciembre y 15% por sobre el promedio de los noventa. El diferencial real también ha presentado una trayectoria al alza aunque menos marcada que la del nominal.

Demanda agregada y cuentas externas

Los antecedentes acumulados de la anterior reunión indican que la demanda interna ha continuado con un ritmo de crecimiento superior al PIB, y con un dinamismo mayor a lo esperado. Las principales novedades provienen tanto del componente de maquinaria y equipos de la formación bruta de capital fijo (FBCF) como del consumo privado.

Consumo y existencias

Luego de una mejora puntual, las expectativas de los consumidores volvieron a deteriorarse. Ello se explica por una caída en la percepción económica de mediano y largo plazo y en la compra de bienes durables. Esta tendencia está en línea con lo esperado, considerando la evolución del precio de los combustibles y del desempleo.

A pesar de esto, la evolución del consumo privado tanto total como durable ha vuelto a retomar dinamismo. En particular, los indicadores de consumo durable se mantienen en niveles altos y crecientes.

En existencias, se aprecia una mayor acumulación en el tercer trimestre, en particular del sector minero. El comercio continúa acumulando inventarios de la mano de un aumento importante de las importaciones de bienes de consumo, a la vez que la industria mantiene sus niveles. Los antecedentes sectoriales recogidos por el indicador mensual de confianza empresarial señalan que los niveles actuales de inventarios son superiores a lo deseado en todos los sectores de la economía.

Formación bruta de capital fijo

El aumento de los indicadores de expectativas por tercer mes consecutivo reafirma la visión optimista del sector empresarial. Destacan las mejores perspectivas en la construcción.

La inversión continúa creciendo, explicada principalmente por el comportamiento del componente maquinaria y equipos —41% de la formación bruta de capital fijo—. En particular, el volumen de importaciones de bienes de capital para el tercer trimestre del 2004 continúa corrigiéndose al alza, llegando a 27,4% y con una velocidad relevante.

h



Respecto del componente de edificación de la inversión —32% de la formación bruta de capital fijo—, la información de ventas de viviendas de agosto mantuvo la tendencia positiva reciente. Más allá, el indicador sintético de la construcción de Cuentas Nacionales creció 9% anual en agosto, la cifras más alta en lo que va del año.

Con todo, la tasa de inversión bruta de capital fijo alcanzaría a 24,2% del PIB en el 2004, cifra levemente superior a la esperada en el Informe de Política Monetaria.

Política fiscal

En julio, los ingresos presupuestarios aumentaron 14,3% anual, de los cuales 12,7 puntos porcentuales fueron explicados por el crecimiento de los ingresos tributarios netos (8,8% anual) y del cobre bruto (211,8% anual). Los gastos presupuestarios y con efecto macroeconómico crecieron alrededor de 5,0% anual. Con todo, el balance acumulado a julio llegó a 1,8% del PIB.

De acuerdo con los nuevos antecedentes incorporados en la Ley de Presupuestos del 2005, se espera que el balance global del gobierno central alcance a 1,9% y 1,2% del PIB para el 2004 y 2005, respectivamente. Ambas cifras están en línea con lo proyectado. La corrección al alza de 0,3 punto porcentual de las estimaciones del balance para el 2004 se explica por el ajuste de supuestos macroeconómicos y la incorporación de datos efectivos para Codelco, y no estimados, del 2003.

El porcentaje de avance de los ingresos sobre lo presupuestado es superior a lo observado en años anteriores producto del mayor precio del cobre y recaudación tributaria que lo considerado en la Ley de Presupuestos. Los gastos, en tanto, están en línea con los observados anteriormente.

Sector externo

En septiembre, las exportaciones e importaciones alcanzaron US\$ 2.430 y US\$ 2.270 millones, lo que representa crecimientos anuales de 52% y 44% para las ventas y compras al exterior, respectivamente.

En el tercer trimestre, las exportaciones e importaciones alcanzaron US\$ 7.930 y US\$ 6.500 millones, respectivamente. Esto representa crecimientos anuales de 57% y 32% para las ventas y compras al exterior, respectivamente.

Respecto de la reunión anterior, los precios tanto de las exportaciones como importaciones fueron corregidos al alza. Los volúmenes exportados se corrigieron a la baja, con la excepción de los envíos industriales. A su vez, los volúmenes importados se corrigieron al alza, en particular para los bienes de consumo y capital.

En particular, destaca el menor quantum de exportaciones para el tercer trimestre, explicado por la no realización de un importante envío de cobre en septiembre, correspondiente a 105 mil toneladas equivalentes. De éstas, solo 30 mil se han identificado como *stock* en Aduana pertenecientes a Codelco y Escondida. Las restantes aún no se identifican y su acumulación es coherente con la mayores existencias del sector minero. De acuerdo con la información preliminar disponible, se espera el envío de la mitad de este menor quantum para el cuarto trimestre.

4



Actividad y empleo

Actividad

En agosto la actividad aumentó por sobre lo anticipado en la reunión anterior. El dinamismo del sector minero e industrial explicó parte importante del crecimiento del Imacec en el mes: 7,4%.

En el caso de la industria, el cambio en la medición sectorial del Instituto Nacional de Estadísticas tuvo efectos marginales en el agregado de agosto, por lo que la mayor actividad se asocia con noticias genuinas de mayor crecimiento. Destacó el desempeño de los sectores que destinan la producción a la inversión y al mercado interno. Las proyecciones de este sector se corrigen al alza para el resto del año, en base a los nuevos antecedentes. El cambio metodológico del Instituto Nacional de Estadísticas también afectó la medición de las ventas industriales y por ende de la actividad del comercio, así como la medición del Imacec de transporte, aunque en menor medida.

La mayor actividad de agosto, y la corrección hacia delante de las cifras de industria y comercio, implican que, en el tercer y cuarto trimestres, el crecimiento del PIB se ubicaría por sobre lo esperado en el Informe de Política Monetaria de septiembre.

Empleo

Según la información proveniente del Instituto Nacional de Estadísticas, en el trimestre móvil finalizado en agosto el mercado laboral presentó un comportamiento bastante heterogéneo. Si bien a nivel agregado el empleo desestacionalizado no exhibe un panorama muy diferente al expuesto en el Informe de Política Monetaria, algunos sectores económicos y categorías ocupacionales fueron bastante dinámicos según la información más reciente. Otras fuentes que corroboran esta visión más positiva son el empleo de asalariados reportado por la Asociación Chilena de Seguridad y el índice de vacantes para septiembre.

Más allá de la relativa estabilidad del empleo, la fuerza de trabajo ha continuado aumentando, reflejando que los agentes no han perdido el aliento por participar en el mercado laboral.

Por categorías, el empleo asalariado y por cuenta propia tuvieron reversiones importantes en las tendencias que mostraban hasta el trimestre móvil anterior, aunque en el caso del primero su tasa de crecimiento anual continuó en cifras del orden de 4%.

Destacó el mayor dinamismo de la ocupación en la construcción e industria, coherente con las mejores noticias de actividad en estos sectores.

En el trimestre móvil finalizado en septiembre, las vacantes registraron un aumento importante, tanto en variación anual (25%) como en niveles desestacionalizados. Sin embargo, al observar la curva de Beveridge —que relaciona la tasa de desempleo con las vacantes como proporción de la fuerza de trabajo— el punto correspondiente a septiembre se encuentra desalineado de la trayectoria histórica y fuera del intervalo de confianza emanado de la estimación de la curva. Lo anterior da cuenta de un posible período de ajuste ante *shocks* de corto y mediano plazo no provenientes de la actividad agregada. Este tipo de perturbaciones se relacionan, en general, con procesos de cambios en la composición del empleo y/o *shocks* de oferta de trabajo, situación observada durante el último año.

La tasa de desempleo nacional subió a 9,9%, 0,5 punto porcentual por sobre el registro de igual mes del año anterior. Eliminada estacionalidad, esta cifra se mantuvo en 9,1% por tercer mes consecutivo. El incremento del desempleo se atribuye en parte al aumento en la tasa de participación.



En cuanto a las expectativas de las personas respecto del mercado laboral en los próximos meses, también la información es heterogénea. Por un lado, según la información que reporta Adimark sobre cuál es la percepción de los agentes en cuanto a la evolución del desempleo a nivel nacional en los próximos doce meses, el valor de agosto mostró pesimismo, luego del optimismo exhibido en julio. En cambio, según el indicador mensual de confianza empresarial para septiembre, los empresarios tienen mejores perspectivas de empleo en los próximos tres meses, para los sectores comercio, industria y construcción.

Precios y costos

En septiembre el IPC aumentó 0,1%, igual cifra se obtuvo para el IPCX e IPCX1. El incremento en doce meses del IPC llegó a 1,5%, mientras que el del IPCX se situó en 1,0% y el de IPCX1 en solo 0,5%.

Descontados efectos estacionales, la inflación anualizada del IPCX1 dejó de aumentar, ubicándose en torno a 1%.

Medidas alternativas de inflación subyacente presentaron trayectorias disímiles en sus tasas de variación en doce meses. Por una parte, el incremento anual del IPCX2 aumentó levemente hasta 0,4%. Por otra parte, las distintas mediciones de medias podadas tuvieron un descenso respecto del mes previo.

En cuanto al IPCX1, descontando estacionalidad, tanto su variación mensual como la mediana de ella descendieron respecto del mes anterior.

En septiembre se observó un incremento de los ítems del IPC con aumentos de precios, contrastado principalmente por un descenso de lo que no muestran cambios. No se aprecia un aumento de los ítems que disminuyen de precio como ocurrió en el 2003.

La inflación de septiembre estuvo determinada por el incremento en la tarifa de la locomoción colectiva, los precios del vestuario y algunos rubros de transporte de pasajeros. Se contrapuso un descenso promedio en el precio de los combustibles y algunos alimentos específicos (lácteos, carnes y pescados). Respecto de la proyección incluida en el escenario base de la reunión anterior, la variación mensual del IPCX e IPCX1 resultaron 0,1 y 0,2 punto porcentual inferior, mientras que no se observaron diferencias relevantes en el IPC. La mayor sorpresa se atribuye a alzas menores de las previstas en tabaco y alimentos. En particular, el precio de los lácteos tuvo un descenso relevante probablemente asociado a una mayor oferta.

Durante septiembre, las medidas de márgenes tuvieron comportamientos disímiles. Por un lado, los márgenes de alimentos IPC/IPP y de durables IPC/IPM muestran un aumento, alcanzando, en el caso de los primeros, niveles similares a los del tercer trimestre del año anterior. Por otro lado, los márgenes de medicamentos IPC/IPP descienden respecto del mes anterior.

En agosto, la tasa de crecimiento anual del costo de la mano de obra se mantuvo en 3,2%, mientras que, excluyendo minería y electricidad, gas y agua (CMOX), se observa un incremento en la tasa de variación respecto del mes anterior, llegando a 2,1%. El crecimiento de las remuneraciones nominales, a su vez, siguieron con una tendencia a la baja, aumentando 2,7% en doce meses.

En cuanto a los costos laborales unitarios totales, durante agosto su tasa de variación anual disminuyó levemente. Considerado el CLUX, su tasa de variación anual descendió, llegando a 0,9%.



Perspectivas de inflación en el corto plazo

En octubre, el IPC tendría una variación mensual de 0,5%, con lo que su tasa de variación en doce meses se situaría en 2,1%. Este resultado está principalmente influido por el aumento del precio de los combustibles en los mercados internacionales. El IPCX y el IPCX1 registrarían incrementos mensuales de 0,1%. Con esto, la inflación anual de estos mismos indicadores sería de 1,0% y 0,7%, respectivamente.

Respecto del Informe de Política Monetaria de septiembre, y en línea con los acontecimientos recientes, se modifica al alza el precio del petróleo, y a la baja el tipo de cambio. En cuanto a tarifas, el incremento del precio interno del petróleo diesel implica cambios sobre la evolución de la tarifa de la locomoción colectiva, la que tendría un aumento de \$ 20 en noviembre, que sería revertido hacia mediados del primer trimestre del 2005. El cambio en el decreto tarifario del sector telefónico no implica diferencias importantes respecto de estimaciones previas, aunque sí se modifica la fecha de entrada en vigencia de octubre a noviembre, afectando la inflación de ambos meses. En cuanto a las tarifas eléctricas, la información reciente apunta a que el nuevo decreto de precios de distribución implicaría un descenso que compensaría parcialmente el incremento esperado de los precios de nudo. Así, el efecto del cambio tarifario eléctrico se reduciría en cerca de media décima respecto de lo esperado en el IPoM.

Modelos alternativos de inflación reportan menor inflación para el IPCX1. Por una parte, el modelo por componentes señala una inflación que permanece entre 1,5% y 1,7% hasta abril del 2005, mientras que a partir de un vector autoregresivo se obtiene una inflación que aumenta sostenidamente hasta ubicarse en 1,6% en abril próximo.

El señor Presidente señor Corbo ofrece la palabra para comentarios respecto al diagnóstico.

El Consejero señor De Gregorio, señala que respecto del mes pasado, se tienen algunas novedades en inflación subyacente, el precio del petróleo algo peor, el tipo de cambio más apreciado, pero actividad más fuerte. Le gustaría saber si hay alguna presunción a futuro respecto de esta información.

El señor Valdés, hace presente que un ejercicio similar no a base de proyecciones completas sino, simplemente, con las elasticidades promedio, se tienen que, si suma todo, probablemente algo más de inflación. Explica que hay shocks de mayor actividad y menores precios. La menor inflación observada, si tuviera una persistencia como la histórica, tendría sólo un efecto de corto plazo. En cambio, la mayor actividad de casi medio punto, tomando en cuenta un coeficiente de sacrificio entre 1 y 2 lleva a más inflación de dos o tres décimas en 24 meses.

Agrega que, por el lado de los shocks de precios derivados del tipo de cambio y del precio del petróleo, la respuesta es menos complicada. Señala que como no se han modificado los supuestos de largo plazo, la proyección de mediano o largo plazo no cambia con lo que estamos viendo. Más hacia el corto plazo, por el lado de la inflación subyacente IPCX1, los estos dos shocks básicamente se compensan: el shock de petróleo es casi 10 veces el shock de tipo de cambio y pesa 10 veces menos que el otro en la estructura de costo, en consecuencia ven más o menos compensados. En el IPC, en cambio, hay algo más de inflación en el corto plazo porque pesa más el efecto directo de los combustibles.



En suma, si se tomara la persistencia histórica, se llega a algo más de inflación. La pregunta que surge entonces es si lo que se observa es una señal de que la proyección de mediano plazo está bien anclada. Señala que si uno leyera por ejemplo, que esta menor inflación que estamos teniendo fuera reflejo de que los márgenes de equilibrio han cambiado, entonces estaríamos en un escenario distinto. En ese caso el supuesto de la persistencia de cada uno de estos shocks debería ir cambiando. En conclusión, bajo el paradigma de análisis del último Informe ahora la suma de shocks sería inflacionaria aunque también ponen en duda la validez de este paradigma.

Interviene el señor Presidente para señalar, que lo que se hace generalmente es revisar, en detalle, cuando se prepara el IPoM, todas las proyecciones, salvo que se presente un cambio muy brusco que amerite hacer todo de nuevo.

Agrega también, que afuera pasa exactamente lo mismo, la Reserva Federal tiene la misma pregunta que nos formulamos. Hace tres meses que tienen la creencia que no hay suficiente evidencia todavía, pero éstos lo atribuyen a la globalización, los márgenes, a las presiones.

El Presidente señala, que estima que el diagnóstico es que la economía está tomando más fuerzas, incluso mayor de lo que preveíamos en la reunión anterior. Agrega que se presenta esta gran sorpresa en la inflación que debe seguirse observando con mucho detenimiento. Señala que van dos meses con inflación subyacente por debajo de lo proyectado. También, está la parte laboral que parece que está mejorando al margen, especialmente la parte formal subiendo bien, pero en total el mercado laboral está relativamente flojo aún.

Indica que, tal vez el único producto al que pondría un poco más de cuidado, y piensa que se está subestimando, es el efecto del alto precio del petróleo. Señala que si se mantiene sobre US\$ 50 no hay duda que el 2005 se empezaría a efectuar una revisión a la baja. En consecuencia hay que seguir observando este aspecto, especialmente la Gerencia de División Internacional, para determinar cuáles son los impactos que ello tendría en el escenario externo.

El Consejero señor Marfán consulta cuál es el sentido de que en todos los sectores los inventarios estarían por sobre los deseados.

El señor Valdés responde que es arriesgado sobreleer estos datos, porque son nuevos, entonces pueden tener factores estacionales, y se esté creando un problema donde no hay. Agrega que sí diría que es notable que el comercio esté en el margen reduciendo excesos de inventarios, porque apoyan la idea de que el consumo se sigue expandiendo.

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

El señor Valdés señala lo siguiente:

1. En la reunión de política monetaria de septiembre, el Consejo decidió aumentar la tasa de interés de política en 25 puntos base a 2% anual. Se consideró apropiado comenzar a reducir el marcado estímulo monetario, dada la favorable evolución y las buenas perspectivas que tenían la actividad y el gasto, la paulatina normalización que mostraba la inflación, y la expectativa de que la inflación subyacente continuaría gradualmente aumentando junto a la reducción de las holguras de capacidad. Con esta decisión, se compatibilizaba el mayor dinamismo económico con una trayectoria esperada para la inflación en 3% anual en el horizonte habitual de política de 12 a 24 meses.

4



2. Desde la última reunión, las principales noticias son las siguientes:

- La inflación del IPC estuvo dentro de lo esperado hace un mes, pero las medidas subyacentes fueron inferiores a lo previsto. El IPCX1 nuevamente estuvo por debajo de lo proyectado el mes anterior, esta vez en casi dos décimas, resultado en el que influyeron algunos precios específicos. El aumento de los costos laborales unitarios se mantiene muy acotado.
- El precio del petróleo continuó subiendo, y ha sobrepasado los US\$ 50 por barril en lo más reciente (desde cifras ligeramente por sobre US\$ 40 antes de la reunión pasada). A pesar de ello, las proyecciones de actividad global no se han modificado de manera significativa, mientras se mantiene el panorama de aumento de tasas medurado por parte de la Reserva Federal y buenas condiciones financieras globales para los mercados emergentes. El precio del cobre aumentó hasta ubicarse en torno a US\$ 1,45 por libra en los últimos días, desde US\$ 1,25-US\$ 1,30 observados hace un mes.
- En los mercados financieros en Chile, el conjunto de agregados monetarios y crediticios ha seguido con gran dinamismo. En tanto, la estructura de tasas de interés se modificó con relativa intensidad durante el último mes, especialmente la de operaciones en pesos, con lo que las medidas de compensación inflacionaria se ubican en torno a 3%. Las expectativas implícitas para la tasa de política monetaria mostraron un aumento del orden de 20 puntos base por semestre, desde los niveles vigentes para la última reunión. En este mismo lapso, considerando el promedio de los últimos tres días, el tipo de cambio nominal y el tipo de cambio multilateral han disminuido 4,0% y 3,2%, respectivamente, con lo que el tipo de cambio real se ubica, ligeramente, por debajo del supuesto de tipo de cambio real de largo plazo implícito en el último IPoM.
- Los indicadores de actividad, en especial del sector industrial, dan cuenta de un dinamismo mayor que el considerado el mes pasado, lo que ha influido positivamente en las nuevas proyecciones de crecimiento para el cuarto trimestre. Algo similar ocurre con el gasto, liderado por la inversión. En el mercado laboral, aunque el desempleo se mantiene elevado, las cifras siguen entregando un cuadro mixto, por lo que se mantiene la hipótesis de que la debilidad advertida en los últimos meses ha sido causada, básicamente, por vaivenes en el empleo por cuenta propia. De hecho, los distintos indicadores de empleo asalariado dan cuenta de un dinamismo relevante. Los distintos indicadores de expectativas han tenido movimientos mixtos.
- El aumento de 5,5% del gasto fiscal, contemplado en el proyecto de Ley de Presupuestos, estuvo dentro de lo esperado.

3. Con los antecedentes acumulados, las opciones más plausibles para esta reunión son mantener la tasa de política monetaria en su nivel actual o aumentarla, posiblemente en 25 puntos base.

4. Al igual que en los últimos meses, no hay antecedentes que justifiquen la opción de rebajar la tasa de interés.

5. Por la cantidad y heterogeneidad de las noticias, en esta reunión parece relativamente menos evidente la evaluación de las dos opciones propuestas. Si se hubiera dado un panorama de corto plazo como el supuesto en el IPoM no sería difícil argumentar a favor de mantener la tasa de interés, lo que sería congruente con el ritmo de normalización implícito en las proyecciones del *Informe*.

42



6. Sin embargo, es necesario evaluar si el conjunto de las noticias acumuladas alteran o no el ritmo de normalización de la política monetaria que se considera como el más adecuado. Por un lado, las robustas tasas de crecimiento de la actividad y el gasto y, el mayor precio del petróleo, podrían implicar una trayectoria de normalización de la tasa de interés algo menos gradual que la supuesta hasta ahora, lo que podría justificar aumentar la tasa de interés en esta reunión. Además, un alza de la tasa de política monetaria serviría además como un seguro contra el escenario de riesgo de que persista el elevado precio del petróleo, situación que ya se consideraba en el IPoM y que parece cobrar creciente importancia.
7. Por otro lado, el bajo nivel que muestra la inflación subyacente —en 12 meses y, especialmente, en su medida de velocidad, que ha dejado de aumentar en los últimos dos meses—, el menor tono de las medidas alternativas de la tendencia inflacionaria, el reducido crecimiento de los costos laborales y el efecto probable de la disminución reciente del tipo de cambio sobre los precios, pueden justificar incluso disminuir la velocidad de normalización de las tasas y, en consecuencia, mantener la tasa de política monetaria en su nivel actual. Así, sin las noticias por el lado de la inflación y los costos, se podría defender con mayor fuerza la opción de aumentar la tasa de interés. Con ellas, la argumentación es menos nítida.
8. Para evaluar la implicancia inflacionaria de estas noticias, tomadas en conjunto, pero que individualmente tienen consecuencias disímiles sobre los precios, es necesario realizar supuestos acerca de la persistencia y el impacto de cada una de ellas. Para la primera, puede ser necesario esperar algún tiempo más para reunir más antecedentes, lo que también apoya la opción de no alterar por ahora el ritmo de normalización de la tasa de política monetaria. Para el segundo, se debe considerar un completo ejercicio de proyecciones. Con todo, si se supone que el aumento del crecimiento y la sorpresa de menor inflación siguen el patrón de persistencia histórico considerado en el modelo central de proyecciones, se concluye que la suma de estos dos *shocks* (actividad por un lado e inflación coyuntural por el otro) probablemente elevaría la inflación en un plazo más mediano —un resultado esperable dado que los *shocks* de precios tienen consecuencias menos persistentes que los *shocks* de demanda en un ambiente de credibilidad— aunque la reducirían en plazos cortos. Por su parte, bajo el supuesto de que el precio del petróleo y el tipo de cambio de largo plazo no cambian, y considerando su efecto directo sobre la estructura de costos, las nuevas trayectorias implícitas podrían aproximadamente cancelarse para el IPCX1, pero serían marginalmente inflacionarias para el IPC total, aunque probablemente los efectos no serían duraderos. Así, bajo estos supuestos relativamente específicos sobre la persistencia de estos *shocks*, se podría conjeturar que en su conjunto ellos aumentan la proyección de inflación, pero en magnitudes aún acotadas. Por lo tanto, tomadas en conjunto, las noticias difícilmente apoyan una reducción del ritmo de normalización de la tasa de política monetaria.
9. Lo anterior, sin embargo, depende directamente de cómo se interpreten los distintos *shocks*. Por ejemplo, si la menor inflación fuera síntoma de menores costos en equilibrio, la conclusión podría variar. Asimismo, modelos alternativos de proyección de corto plazo entregan resultados mixtos. Específicamente, las proyecciones del vector autoregresivo de corto plazo dan cuenta de una inflación del IPCX1 por debajo de la proyección central. En suma, considerando la heterogeneidad de las noticias, tampoco es evidente que se deba incrementar el ritmo de normalización de la tasa de política monetaria.
10. Desde un punto de vista táctico, la opción de esperar para evaluar más precisamente la naturaleza e implicancias estos *shocks* también se ve apoyada por el hecho de haber aumentado la tasa de política monetaria en la reunión anterior y, por el reducido nivel que alcanza la inflación. Ambos acontecimientos dan espacio para esperar a tener mayores antecedentes, ya que reducen los riesgos de que se perciba que la política monetaria esté “detrás de la curva”.

4



11. También desde el punto de vista táctico, cabe mencionar que las expectativas para esta reunión están divididas: las de analistas dan una pequeña mayoría a la mantención, situación que se revierte en las encuestas de mercado. Las expectativas, por lo tanto, no parecen orientar una acción particular de política monetaria. Además, en la medida en que se estima que una parte del empinamiento de la curva de rendimiento desde la última reunión correspondería a mayores primas por riesgo de tasas y que en la actualidad esta curva sigue estando cercana al escenario de normalización contenido en el *Informe*, ello tampoco entrega una guía clara para la decisión de hoy.
12. Finalmente, lo que se decida en esta reunión podría influir en el ritmo de normalización que percibe el mercado como más probable. Por un lado, dos alzas consecutivas podrían señalar un ritmo algo más agresivo que el implícito en el IPoM. Por otro, mantener la tasa podría revertir una parte del empinamiento observado en el mes. Para limitar el riesgo de una reversión excesiva, el comunicado de esta reunión podría incluir referencias al ritmo de normalización de la tasa de política monetaria.

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

Interviene el Gerente de División Internacional, señor Esteban Jadresic, quien señala que comparte que las alternativas presentadas son las relevantes. Por una parte, la tasa de interés neutral es más alta que la vigente, y eso apunta a considerar la opción de aumentar la tasa de política monetaria para llegar a esa tasa neutral más alta. Por otra parte, se han presentado noticias ambiguas, particularmente, respecto a la inflación subyacente, que ha sorprendido por ser más baja de lo esperado y, con un nivel también acotado, lo que apunta a ser más cauteloso respecto a un eventual aumento de tasas.

En el análisis de las opciones presentado por la Gerencia de División Estudios, sin embargo, expresa no estar convencido que el balance de los shocks observados lleven a mayores presiones inflacionarias en el mediano plazo. Indica que ello depende de la interpretación que se le de a los factores que subyacen a este shock de precios y que si éste refleja holguras mayores a las estimadas, entonces se está en presencia de menores presiones inflacionarias a un nivel más profundo y por tanto el diagnóstico sería el opuesto. Desde esa perspectiva, sería más apropiado mantener la tasa de interés de política monetaria con el objeto de señalar que el proceso de aumento de tasas a un nivel neutral va a ser gradual y que, también, va a ser sensible a las condiciones que se estén observando en la economía.

A continuación, el señor Presidente ofrece la palabra al Gerente de División Política Financiera, señor Luis Oscar Herrera.

El señor Herrera señala, que los antecedentes que se han revisado en esta oportunidad, reafirman el hecho de que la economía pasó de la etapa en que se necesitaba una política monetaria muy expansiva, para avanzar a una etapa en que se necesita una política expansiva. Estima que todavía existen holguras en la economía, pero que ésta ya está creciendo en el ritmo de 5,5% sobre su potencial de mediano plazo, del orden de 4% según la comisión de expertos del Ministerio de Hacienda. Las condiciones externas siguen siendo favorables pese al aumento del petróleo. Hasta la fecha, todo indica que el mayor precio de éste afectará a la economía mundial a través de su canal directo de redistribución del ingreso, pero en el caso de nuestra economía ello ha sido más que compensado con el incremento de otros precios de materias primas, cobre principalmente, aunque pueden haber efectos sobre la composición de la demanda interna entre consumo, inversión y exportaciones. Por otra parte indica, las condiciones monetarias siguen siendo expansivas, las fiscales para el próximo año van a ser también algo expansivas, en el sentido de que el gasto fiscal va a estar creciendo algo por encima de lo que se ha definido como producto potencial. Todo esto va a seguir



impulsando el crecimiento de la demanda y cerrando las brechas de holgura durante éste y el próximo año. Por eso cree acertado el inicio del proceso de normalización que se le dio a la política monetaria, pero estima que éste proceso debiera tener como meta inmediata llevar la tasa real de política monetaria a un nivel nulo o 0%, en comparación con la tasa negativa.

Cree que todavía existen holguras en la economía y que pese a que la demanda se está expandiendo rápidamente, la oferta ha respondido muy elásticamente con una normalización pausada y algo más lenta de lo esperada de las presiones inflacionarias. La elástica respuesta de la oferta se manifiesta en diversos indicadores incluyendo el incremento de la fuerza de trabajo, la positiva respuesta de la productividad, la mantención de márgenes de comercialización y el moderado comportamiento de los salarios. Sin embargo, al mismo tiempo la economía se está expandiendo a tasas elevadas, en torno a 5,5% en su conjunto, la inversión también apunta al 9%, todos los agregados monetarios expandiéndose por sobre tasas del 10%, los créditos también creciendo en torno a esas tasas, ventas inmobiliarias en tasas de dos dígitos. En este contexto estima apropiado pasar de una política muy expansiva a una política expansiva, y estima como hito relevante moverse hacia una tasa real de cero. En ese sentido, estima que la información es adecuada para continuar moviéndose en esa línea y más adelante evaluar si es necesario dar otros pasos según el desarrollo de la coyuntura.

Interviene el Gerente de Análisis Internacional, señor Sergio Lehmann quien señala que se está observando un precio del petróleo más alto del que se preveía. Indica que aún no se ha visto en los bancos de inversión internacionales, revisiones significativas en términos de proyecciones de crecimiento para las principales economías. Agrega que, no obstante, no sería sorprendente que, dado el nivel alcanzado por el precio del petróleo, observásemos algunas correcciones a la baja en la actividad mundial para el año 2005. Los mercados financieros muestran alguna reacción en este sentido, observándose en lo más reciente cierto aplanamiento en las curvas de tasas de interés para las principales monedas. Por lo tanto, desde ese punto de vista, debería pensarse que el riesgo asociado al escenario base que nos ha presentado la Gerencia de División Estudios, más bien podría tener un sesgo a la baja en términos de actividad. Desde este modo, sugeriría ser un poco más cautos en cuanto a política monetaria, y observar cómo se van desarrollando los acontecimientos, considerando la situación de incertidumbre y su eventual reflejo, en crecimiento que hoy día se enfrenta.

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

El Consejero señor Manuel Marfán señala que, cree que un hecho relevante a considerar es que el mercado asimiló, de manera no traumática, el aumento de 25 puntos base de la tasa de política monetaria de la reunión anterior, elemento, a su juicio, relevante de considerar. Sin embargo, señala que se observa una cierta sobre-reacción en la estructura de tasas, a su juicio, donde el mercado parece percibir una normalización de la política monetaria a un ritmo menos pausado que el necesario. Esto estaría siendo reflejado básicamente por el empujamiento abrupto de la curva forward de la TPM y también por una normalización del tipo de cambio nominal más rápida de la que el Consejo también pensaba que podría ocurrir. En consecuencia, un aumento de la tasa de política monetaria en esta reunión sería, a su juicio, contraproducente, ya que no corregiría el sesgo señalado. Los cambios en el escenario de corto plazo, respecto del último IPoM, no justifican alterar el ritmo pausado de normalización de la política monetaria. Por esta razón, señala que vota por mantener la tasa en su actual nivel de 2% anual.



El Consejero, señor Jorge Desormeaux indica, que la mayoría de los argumentos que va a usar han sido ya mencionados, pero quisiera volver a recalcar que en el ámbito externo el principal desarrollo que hemos tenido desde la última reunión es el precio del petróleo, que ha persistido en niveles muy elevados, por más tiempo de lo previsto.

En el ámbito interno, señala que tenemos estas novedades que, por una parte, muestran un dinamismo muy fuerte, superior al previsto para la actividad y para el gasto, especialmente para la inversión, pero por otro lado, la sorpresa de una inflación subyacente que se ubica en unas décimas por debajo de lo previsto, lo cual puede ser una muestra de que el cierre de las holguras, la tendencia de los costos laborales, o la normalización de los márgenes, sea menos intensa a lo previsto. A estos desarrollos se agrega, el hecho de que el alza de la tasa de política monetaria, en septiembre pasado, dio lugar a una fuerte corrección en la trayectoria de tasas de interés proyectada por el mercado, la que ahora excede a la anterior por alrededor de 20 puntos base por semestre. La fuerte apreciación que ha registrado el tipo de cambio nominal en este período parece estar asociada a este desarrollo.

Se pregunta el señor Consejero, qué nos dicen estos desarrollos respecto a la decisión que se tiene que tomar en esta reunión. La Gerencia de División Estudios nos señala que sus análisis preliminares sugieren que el efecto neto de estas noticias, de mayor crecimiento por una parte y menor inflación subyacente por la otra, es marginalmente inflacionario, pero en un plazo más mediano. De ello estima, no puede deducirse que sea adecuada una reducción en el ritmo de normalización de tasa de política monetaria, según lo previsto en el IPoM. Por el contrario, como se señalaba hace un rato, esto puede justificar un leve empujamiento de la curva. Pero también es cierto, agrega el Consejero señor Desormeaux, que el mercado parece haber sobre-reaccionado, como ha dicho el Consejero señor Marfán, frente a este ajuste de septiembre pasado, lo que se refleja en la trayectoria de tasas y en la apreciación reciente del tipo de cambio.

Asimismo, la trayectoria futura de tasas de interés considerada en el IPoM, es compatible tanto con la opción de mantener, en esta Reunión, como de aumentar la tasa en 25 puntos base. Sin embargo, señala, un alza consecutiva de la tasa de política monetaria corre el riesgo de exacerbar esta reacción del mercado, y podría tener segundas lecturas, como la posibilidad de una normalización, más rápida de la prevista, de la tasa de política monetaria. La opción de mantener, está avalada por el bajo índice inflacionario y el aumento de la tasa de política monetaria en septiembre. Por otro lado, indica que para no crear la expectativa inversa, esto es, de una normalización más pausada de la tasa de política monetaria, apoya también la idea de mantener la tasa de política monetaria, en el día de hoy, y acompañar esta decisión con un comunicado que reitere la necesidad de continuar normalizando la tasa de política monetaria en un plazo prudencial. Por consiguiente su voto es en el sentido indicado.

La Consejera señora María Elena Ovalle coincide con lo señalado por la Gerencia de División Estudios, que en el último mes se han producido varias noticias significativas. En el escenario internacional, las condiciones de crecimiento favorables se mantienen, pese a que el precio del petróleo ha alcanzado nuevos máximos. En el ámbito interno, el dinamismo de la actividad ha sorprendido, en especial en el sector industrial, lo que lleva a que el panorama de crecimiento para el PIB y para la demanda interna sea mayor al previsto en el Informe de Política Monetaria de septiembre. Por su parte, el mercado laboral continúa mostrando una alta tasa de desocupación acompañada de indicadores positivos en cuanto a la creación de empleo. La inflación subyacente estuvo nuevamente por debajo de lo previsto hace un mes, los costos laborales se mantienen acotados y la trayectoria esperada para la tasa de política monetaria se ha empujado, lo que se relaciona a la apreciación del peso. Si bien estas novedades generan presiones de distinto signo en el nivel de precios, que apoyan las opciones de mantener o elevar la tasa de política monetaria en 25 puntos base, considera apropiado que para tomar una decisión, hay que concentrarse en las noticias provenientes por el lado de la inflación y los costos.



En este sentido, concuerda con la División Estudios en que los últimos antecedentes configuran un escenario más acotado para la inflación en los trimestres venideros, producto principalmente de que la velocidad del cierre de holguras de capacidad y la evolución de los costos laborales muestran un ritmo menos intenso que el de episodios anteriores. Complementario a esto, la información coyuntural también refleja las menores presiones inflacionarias imperantes, que se evidenciaron en los registros de septiembre. Asimismo, la paridad Peso/Dólar continúa moviéndose a favor de nuestra moneda, con el consiguiente efecto sobre los precios. A lo anterior se suma que las expectativas inflacionarias continúan mostrando consistencia con nuestro objetivo de política y la dificultad para determinar con los antecedentes disponibles el efecto final de éstos sobre la trayectoria inflacionaria. Por lo tanto, cree prudente esperar por mayor información y mantener, en esta ocasión, la tasa de política monetaria en su nivel actual.

El Consejero señor De Gregorio indica, que desde que en la última reunión de política monetaria se decidió iniciar el proceso de normalización del impulso monetario, la pregunta relevante en esta reunión debe ser si es conveniente seguir subiendo la tasa de interés, o esperar, y es ante esta disyuntiva que basará su análisis.

Desde el punto de vista de actividad, las noticias han sido positivas y hoy vemos con una alta probabilidad que el crecimiento se ubique cerca del 5,5% para este año. Salvo la cifra de desempleo, la que no correspondería al resultado de la evolución macroeconómica, sino más bien a problemas relativos al desempleo de trabajadores por cuenta propia, todos los antecedentes de actividad son positivos. La actividad industrial y otros sectores nos han estado sorprendiendo por el lado positivo. Sin embargo, los mejores antecedentes de actividad no se han visto reflejados en presiones inflacionarias. Más aún, la inflación subyacente sigue sorprendiendo por su baja. La única mala noticia en el ambiente inflacionario ha sido el aumento del precio del petróleo, que supera con creces lo que esperábamos en nuestro escenario central del IPoM. Pero, por otra parte, el tipo de cambio también se ha apreciado de manera inesperada. Ahora bien, de estos dos efectos, señala que su impresión es que el segundo domina. Se espera que la fortaleza del peso sea más persistente que las alzas del precio del petróleo y, en términos de magnitud, es probable que el efecto del tipo de cambio domine el impacto inflacionario del aumento del precio del petróleo en el mediano plazo, aunque a ese plazo también se debe esperar que nuestras proyecciones muestren un aumento de la inflación, como resultado del mayor crecimiento.

Considerando lo anterior, agrega que no ve razones de peso para subir la tasa de interés hoy, por ello, cree que lo más prudente es esperar antes de seguir reduciendo la expansividad de la política monetaria. No obstante, le parece que corresponde hacerse la pregunta si había o no que subir la tasa del mes pasado, dados los acontecimientos más recientes. Le parece es una pregunta relevante para la evaluación de lo que han sido sus decisiones.

Más allá de factores sorpresivos que, por su naturaleza no son posibles de anticipar, cree que la decisión del mes pasado fue la correcta, incluidas las noticias que se han conocido durante el último mes. A su juicio, existían antecedentes suficientes para iniciar un proceso de reducción del estímulo monetario y, en consecuencia, había que dar la señal de que ya era tiempo. La pregunta en el fondo era si comenzar en septiembre o en octubre. De haber esperado, este mes habría sido necesario subir la tasa de interés, pero con una coyuntura donde hubiera sido más difícil explicar dicha decisión. Lo que hoy ocurre es que, dado que ya se inició el proceso de normalización, no hay antecedentes para continuar con él en esta reunión, algo que estaba dentro de las posibilidades de quienes pensamos que había razones para subir las tasas el mes pasado. Más aún, menciona que, sabiendo que iniciar un proceso de aumento de tasas es preferible que éste empiece antes para hacerlo menos pronunciado, y si el mes pasado se hubiese esperado, este mes habría sido más difícil justificar subir la tasa de interés, lo que podría haberse convertido en una espera innecesariamente larga, con el riesgo de haber tenido que empezar dicho proceso con un alza más pronunciada. Por lo tanto, cree que dado que el mes anterior se dio la señal de que la política monetaria ya empezó su fase de



normalización, estima que en esta reunión se puede mantener cautela, y esperar por mayores antecedentes antes de seguir produciendo el estímulo monetario y por eso, indica, que es partidario de mantener la tasa de interés y, por consiguiente, vota en tal sentido.

El Presidente señor Vittorio Corbo señala que la aceleración reciente del crecimiento refuerza el buen estado en que se encuentra el ciclo expansivo de la economía y confirma el proceso de reducción de las holguras de capacidad. De otra parte, las lecturas de inflación y la evolución de sus determinantes de corto plazo muestran que ésta se encuentra todavía muy contenida. Sin embargo, con una tasa de política todavía negativa en términos reales y con un fuerte crecimiento en los principales agregados monetarios, la mejor forma de apoyar este ciclo expansivo es anticiparnos para evitar que se produzca un alza inevitable en la inflación en la ausencia de acciones de política.

De lo anterior se deduce que la decisión preventiva que tomamos en septiembre de comenzar a reducir el pronunciado estímulo monetario en forma gradual se ha visto apoyada por la evidencia reciente en cuanto a la evolución de la actividad y el gasto interno. Por lo anterior, también apoya continuar con el proceso pausado de reducción del impulso monetario el que requiere mantener esta vez la tasa de política monetaria en su valor actual de un 2% anual.

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

69-01-041012 – Tasa de Política Monetaria.

Se acuerda mantener la tasa de interés de política monetaria en 2% anual. Los tramos de la línea de crédito de liquidez se mantienen también en 2% anual.

III. Comunicado

- “ En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central resolvió, por unanimidad, mantener la tasa de interés de política monetaria en 2% anual.

Desde la última reunión se mantiene un entorno internacional positivo, a pesar de que el precio del petróleo se ha ubicado por encima de lo esperado, lo que constituye una importante fuente de riesgo. En tanto, el ritmo de crecimiento de la actividad y del gasto interno se ha fortalecido. La inversión ha continuado ganando dinamismo, el comercio exterior sigue expandiéndose a tasas elevadas y los indicadores de consumo se aprecian positivos, a pesar de que persiste información heterogénea en el mercado laboral. En este positivo cuadro se reafirma la expectativa de una progresiva reducción de holguras de capacidad.

Sin embargo, más allá de los efectos de los precios internacionales de los combustibles, la inflación se mantiene en niveles reducidos. Ello se aprecia en las medidas de inflación subyacente (que excluyen algunos bienes cuyos precios son más volátiles) y en la evolución de las presiones de costos como los laborales y la inflación importada, excluyendo los combustibles.

42



Sesión N° 69
Política Monetaria
12.10.2004 19.-

El Consejo reafirma que, en el escenario más probable, continuará reduciendo pausadamente el marcado estímulo monetario prevaleciente, de manera de mantener una trayectoria esperada para la inflación en torno a 3% anual en el horizonte habitual de política."

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17.35 horas.

JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Vicepresidente

VITTORIO CORBO LIOI
Presidente

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Consejero

MARÍA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera

MARIA EUGENIA WAGNER BRIZZI
Subsecretaria de Hacienda

MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero

JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDIVAR
Ministro de Fe (S)



ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION DE POLITICA MONETARIA N° 70
Celebrada el 11 de noviembre de 2004

En Santiago de Chile, a 11 de noviembre de 2004, 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, don Miguel Angel Nacur Gazali;
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;
Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera Barriga;
Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic Marinovic;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva
Gerente de Información e Investigación Estadística, don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;
Secretaría Ejecutiva Gabinete Presidencia, doña Cecilia Feliú Carrizo;
Secretario General, don Jorge Court Larenas.

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

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

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de mayo de 2005, para el día 12 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:

Desde la última Reunión de Política Monetaria se han fortalecido algunas de las tendencias observadas luego de la divulgación del Informe de Política Monetaria de septiembre. Esto se manifiesta en un escenario externo que sigue favorable, pero que presenta riesgos por los niveles aún elevados del precio del petróleo. Internamente, la actividad económica y el gasto continúan tomando fuerza, con una aceleración por sobre la anticipada, mientras que las presiones inflacionarias subyacentes son reducidas. Se anticipa ahora que el crecimiento del PIB durante este año alcanzaría 5,7%. La inflación anual del IPC se ubicaría algo por debajo de 3,5% hacia fines del primer trimestre del próximo año, tendencia esencialmente explicada por la incidencia del precio de los combustibles, ya que la inflación subyacente seguiría acotada. La tendencia del tipo de cambio implícita en los precios de activos sigue siendo similar a la observada un mes atrás, mientras que la estructura de tasas de interés se ha aplanado algo. Por último, el mercado laboral ha dejado de mostrar indicaciones de menor dinamismo.

4
De



Luego de alcanzar hace dos semanas el precio más alto en términos reales de los últimos veinte años, el precio del petróleo sufrió una corrección importante a la baja. De todas maneras se considera prudente revisar al alza el escenario de precios para el 2005 y 2006 hasta US\$ 40 y US\$ 33, respectivamente. La incidencia de estos niveles de precio del petróleo sobre la economía global es aún incierta, pero mercados y analistas parecen mostrar un consenso respecto de que, de haber alguno, éste sería principalmente sobre el crecimiento mundial y no sobre la inflación. Esto, gracias a la credibilidad monetaria que han logrado las principales economías. En todo caso, hasta ahora solo se aprecia un ajuste leve a la baja en el panorama de crecimiento de Japón, y los efectos futuros que tenga este alto precio aún están por dilucidarse.

El efecto de este mayor precio de los combustibles no se ha apreciado en un deterioro de las cifras de gasto interno o actividad económica. La inversión en maquinaria durante el tercer trimestre ha continuado acelerándose, con lo que se espera para este año un crecimiento de la formación bruta de capital por sobre 10% esto es, (sobre dos puntos por encima de lo previsto en el Informe de Política Monetaria, lo que se reafirma con expectativas empresariales positivas y un panorama favorable para la inversión en el 2005. El resto de la demanda interna también contribuyó en el tercer trimestre a este repunte del gasto interno, aunque el consumo privado ha mostrado más estabilidad, sin una aceleración similar a la que se observa en la inversión y la actividad en general.

La confianza de los consumidores ha dejado de deteriorarse, e incluso en algunas mediciones presenta un repunte. El comportamiento del empleo, que se aprecia en su conjunto más dinámico que hace un par de meses, puede estar apoyando esta evolución, compensando así la incidencia negativa del mayor precio interno de los combustibles que, respecto del escenario del Informe de Política Monetaria, se estima que reduce el ingreso de los consumidores en Chile en un monto algo inferior a 0,5% del PIB en el 2005. Lo mismo las sostenidas buenas condiciones crediticias, que se siguen apreciando en los volúmenes de crédito a todos los segmentos así como en las bajas tasas de interés. El conjunto de las condiciones financieras continúa siendo marcadamente expansivo, apreciándose de hecho un leve aplanamiento en la estructura de tasas de mercado, a pesar del mayor precio del petróleo. De todos modos, esta estructura tiene implícita perspectivas de alzas en la tasa de política monetaria en el corto plazo y tasas de inflación en el mediano plazo cercanas a 3%.

Continuando con su exposición, el señor Gerente de Análisis Macroeconómico señala que la actividad económica ha seguido sorprendiendo en el segundo semestre con muy altas tasas de expansión, principalmente por el dinamismo de la actividad industrial, la construcción y el comercio. Más allá de fenómenos puntuales, como la incidencia de efectos calendario y de las elecciones se aprecia un genuino mayor crecimiento en un número significativo de ramas manufactureras, y las favorables condiciones de crédito para la vivienda han apoyado una aceleración adicional de las principales variables del mercado inmobiliario.

El hecho que este entorno más dinámico para la actividad y el gasto no haya redundado en un ritmo implícito en precios de activos de normalización de la tasa de política monetaria más rápido que aquél observado en el momento de la reunión de octubre, probablemente se vincula al hecho de que, aparte de las noticias por el lado de los combustibles, la inflación ha seguido sorprendiendo por lo reducida. El conjunto de medidas de inflación subyacente indica que la aceleración de tendencia de los precios, observada hasta mediados de año, se ha detenido en cifras por debajo del piso del rango meta, con una fracción importante de precios sin variación. El análisis de los distintos determinantes de la inflación indica que, por un lado, los costos laborales unitarios también presentan una trayectoria de crecimiento del orden de 1% anual, la inflación importada no presenta cambios significativos, y no se aprecian fuerzas que empujen el aumento de los precios minoristas por encima del crecimiento de los costos. Finalmente, este escenario de inflación acotada no se ha reflejado en una modificación del escenario inflacionario de mediano plazo esperado por los agentes. Las distintas medidas de inflación esperada siguen mostrando tasas de inflación dentro del rango meta, y cercanas a 3% anual.



Escenario internacional

El señor Gerente de Análisis Macroeconómico señala que se mantiene un favorable panorama internacional para la economía chilena, aunque se han incrementado los riesgos, principalmente en términos de crecimiento, por la persistencia del precio del petróleo, el más alto en términos reales en veinte años. Esto ha consolidado un escenario donde el precio del petróleo se mantiene alto en el horizonte de proyección de política monetaria. La opinión de consenso apunta al incremento de los riesgos sobre actividad mundial y, en menor medida, sobre la inflación.

Pese a lo anterior, las proyecciones de actividad mundial no muestran revisiones significativas. Así, respecto de la reunión anterior se mantiene el crecimiento estimado, tanto a paridad del poder de compra como ponderado por socios comerciales, para los años 2004, 2005 y 2006.

Los indicadores de actividad y confianza de las principales economías avanzadas no muestran cambios sustanciales de las perspectivas de crecimiento a corto plazo. En Estados Unidos de América, la positiva dinámica del consumo (4,6% trimestre/trimestre anualizado) así como las cifras de inversión, especialmente no residencial —creciendo a tasas de dos dígitos— sustentan las buenas perspectivas hacia el cierre del año. Esto, pese a que el crecimiento del tercer trimestre fue algo menor que lo esperado (3,7% trimestre/ trimestre anualizado). Para el cuarto trimestre, los indicadores de confianza de consumidores y de actividad manufacturera (ISM) siguen dando cuenta de una economía en expansión. Finalmente, la productividad de esta economía, si bien se desacelera, sigue creciendo por sobre lo previsto. En la zona euro los indicadores del tercer trimestre indican una desaceleración respecto de la primera mitad del año. La débil recuperación sigue liderada por el sector externo, el que se visualiza más deteriorado a causa del elevado precio del petróleo, y aún no hay signos claros de mejoras de la demanda interna. Hacia el cuarto trimestre, el panorama se mantendría sin grandes cambios, como lo anticipan la estabilidad de indicadores de confianza, tanto empresarial como de consumidores. En Japón, las proyecciones de crecimiento para el 2005 se corrigen a la baja en 0,2 punto porcentual, dando cuenta de las primeras revisiones a la baja asociadas al precio del petróleo y al impacto que tendría la apreciación de su moneda sobre el sector externo.

Durante octubre, el precio del petróleo superó los niveles proyectados la reunión pasada. Así, se transó claramente por sobre US\$ 50/barril durante la segunda quincena del mes, con un promedio mensual de US\$ 49,9. En los primeros días de noviembre, este precio ha descendido, promediando cerca de US\$ 45 el barril. La mantención de un precio elevado se asocia, en parte, a factores coyunturales que mantienen una elevada prima por riesgo, a lo que se suma factores relacionados con una fuerte demanda por petróleo por parte de los principales consumidores, productores operando a plena capacidad y bajos niveles de inventario. Ello ha incidido en una estructura de contratos futuros, si bien con pendiente negativa, casi plana. Con todo, se propone una importante revisión al alza de las proyecciones del precio del petróleo. Para el 2005 se espera un precio promedio de US\$ 40 (US\$ 36 el mes pasado) y para el 2006 uno de US\$ 33 (US\$ 32 el mes pasado). Asimismo, el precio estimado de largo plazo también se modificaría al alza.

Durante octubre el precio del cobre continuó con la trayectoria al alza de septiembre, promediando US\$ 1,37 la libra, y alcanzando momentáneamente valores cercanos a US\$ 1,5. La trayectoria observada se explica, en parte, por episodios de huelgas en yacimientos mineros de distintas regiones, motivando la entrada de agentes especuladores. Con todo, el mercado sigue deficitario a consecuencia de una demanda fuerte asociada a la aún sólida actividad industrial en los principales consumidores. Lo anterior sugiere elevar el precio estimado para el 2004 solo por ajuste de datos efectivos: US\$ 1,28 (US\$ 1,27 en octubre). Para los años 2005 y 2006, los valores promedio proyectados se mantienen.

Handwritten signature or initials.



Por otra parte agrega el señor Gerente de Análisis Macroeconómico, que las condiciones financieras de los mercados desarrollados siguen favorables. Las tasas de interés de largo plazo en las principales economías han tendido a reflejar la expectativa en cuanto a que el impacto del precio del petróleo será mayor sobre el crecimiento que sobre la inflación, mientras que en lo más reciente, en Estados Unidos de América, se ha apreciado el efecto del mayor dinamismo en el mercado laboral. Desde la última reunión, el dólar se depreció 4% respecto del yen y 3,3% respecto del euro. Esto, por un lado, debido a que se estima que el efecto del mayor precio del petróleo sería superior en el crecimiento de Estados Unidos de América en comparación con otras regiones y, por otro, porque persiste la preocupación respecto del elevado déficit externo de Estados Unidos de América.

Las expectativas respecto de la política monetaria en las economías desarrolladas no presentan cambios. En Estados Unidos de América las tasas de interés de corto plazo y las expectativas implícitas en los contratos futuros del *Fed Fund* sugieren que la tasa de política aumentaría 25 puntos base en la reunión del 10 de noviembre, lo que puede constituirse en el último movimiento del año. No obstante, ello dependerá, entre otras cosas, de cómo siga evolucionando el empleo en los meses venideros. Para la zona euro, en tanto, se prevé que la Tasa Repo se mantendría en sus niveles actuales hasta principios de 2005.

El señor Gerente de Análisis Macroeconómico indica que las condiciones de financiamiento externo para las economías desarrolladas han mejorado marginalmente en las últimas semanas. Las tasas de interés de largo plazo de economías desarrolladas han descendido, lo que se suma a menores *spreads* de riesgo. La velocidad con la cual se han ajustado las tasas de interés en Estados Unidos de América y las expectativas de una trayectoria medida hacia el futuro, configuran un panorama propicio para que economías emergentes, en especial las más vulnerables, efectúen colocaciones exitosas de deuda soberana de modo de reestructurar sus pasivos. Las mejores condiciones financieras se reflejan también en la favorable evolución de las inversiones de fondos internacionales en economías emergentes.

Mercados financieros

Señala el señor Gerente de Análisis Macroeconómico que las condiciones de financiamiento continúan siendo favorables, con un mayor protagonismo de opciones alternativas al crédito bancario tradicional. Las expectativas de inflación se mantienen en torno al centro del rango meta, no obstante los vaivenes del precio del petróleo.

Tasas de interés de instrumentos del Banco Central de Chile

Luego de la última reunión, las tasas de interés de todos los documentos del Banco Central reaccionaron a la baja. Así, comparadas con los valores prevalecientes los días previos al cierre de la reunión de octubre, las tasas de interés de los instrumentos reajustables (Bonos Reajustables del Banco Central) han caído entre 14 y 20 puntos base: 2,3% y 3,1% a cinco y diez años, respectivamente. Las tasas de interés de los bonos nominales (Bonos en pesos) a dos, cinco y diez años han descendido entre 30 y 40 puntos base: 4,0%, 5,2% y 6,2%, respectivamente. Solo las tasas de los PDBC-90 se han mantenido en los niveles prevalecientes para la anterior reunión (2,3%).

Las expectativas de inflación han tenido evoluciones mixtas, dependiendo de la forma en que se midan. Así, comparado con los días previos al cierre de la anterior reunión, la compensación inflacionaria implícita en los bonos nominales se ha reducido considerablemente: entre 30 y 70 puntos base según el plazo. Por el contrario, las expectativas obtenidas de la encuesta a las mesas de dinero anticipan inflaciones algo mayores: 2,80% y 2,85% a uno y dos años, respectivamente (+10 puntos base a un año). Asimismo, la encuesta de expectativas del Banco Central de Chile de noviembre muestra una leve reducción en la inflación esperada a un año, ubicándola en 2,9% y una mantención en 3% a dos años.



Las expectativas para la tasa de política monetaria implícitas en la curva *forward* se redujeron ligeramente desde la reunión anterior, anticipándose un aumento de 25 puntos base de aquí a diciembre, con un total de 120 puntos base en los próximos seis meses y de otros 90 puntos base en los siguientes seis. Respecto del Informe de Política Monetaria, la curva *forward* considera un aumento adicional para la tasa de política monetaria del orden de 20 puntos base por semestre en el horizonte habitual de política. La encuesta de expectativas de noviembre considera un aumento de la tasa de política monetaria de 25 puntos base este mes y de 95 puntos base más a un año plazo.

Agregados monetarios

Durante octubre los agregados monetarios continuaron presentando importantes expansiones. En particular, la tasa de crecimiento anual del M1A alcanzó a 31%, variación por sobre lo anticipado. Con ello los errores de proyección, tanto de la demanda por dinero de largo plazo (con fundamentos contemporáneos) como de la demanda de corto plazo, registran desviaciones por sobre el límite superior definido en dos veces la desviación estándar de la regresión. El M2A anotó un incremento anual de 20%, la mayor variación desde comienzos de 1998, y el M7 uno de 8%. La menor variación del M7 se explica, en parte, por la preferencia de los privados por depósitos a plazo en desmedro de instrumentos de renta fija, ante los anuncios de colocaciones de bonos y apertura en bolsa que se realizarían en el corto plazo.

Condiciones de crédito y financiamiento

A fines de septiembre el saldo de las colocaciones totales al sector privado mantuvo la trayectoria creciente de los meses previos, con una variación de 10,5% anual. Los créditos de consumo y de vivienda anotaron tasas de crecimientos anuales de 19%. En el caso de vivienda, esta tasa es la mayor desde diciembre de 1998 y se justifica por el incremento de 134% anual de aquellos préstamos distintos de letras de crédito y mutuos hipotecarios. La tasa de interés promedio ponderada de los créditos de consumo de octubre se mantuvo en niveles similares a los de septiembre y sigue siendo muy reducida (23,4%). Igual situación se observó en las tasas de interés de las letras de crédito hipotecario en UF, las que se mantuvieron en torno a los bajos niveles del mes pasado (3,8% para aquellas con tasa facial entre 4%, 5% y 4,2% para las con tasa facial entre 5% y 6%).

Los préstamos a empresas registraron un aumento anual de 6,6%, destacando el incremento de las colocaciones de *leasing* (172,2% anual) y *factoring* (24% anual). Las tasas de interés de los créditos comerciales fue de 7,2% en octubre (-10 puntos base comparadas con septiembre). En el año en curso se observa una diferencia entre la tasa de interés promedio ponderada de los créditos comerciales y la de operaciones *prime*, evolución que puede obedecer a la entrada de clientes más riesgosos al sistema financiero.

La información más coyuntural, a partir de los datos diarios recibidos directamente de los bancos, muestra que en octubre y lo que va de noviembre, la deuda bancaria continúa registrando variaciones anuales altas, en particular de las colocaciones efectivas en moneda nacional.

Luego de un tercer trimestre con baja actividad, en octubre nuevamente se observó la utilización del financiamiento mediante la emisión de bonos corporativos. Las colocaciones alcanzaron UF 14,8 millones en el mes, fondos destinados principalmente a inversión. Destaca en este mercado el interés de los inversionistas por bonos de infraestructura, el que se ha traducido en colocaciones con bajo *spread*, del orden de 30 puntos base por sobre la tasa de interés de documentos del Banco Central de Chile. Para fines de año se anuncian emisiones por un total de 33 millones de UF, destinadas principalmente a refinanciar deuda.

W
D.C.



Bolsa

Desde la reunión de octubre, el IPSA ha continuado registrando aumentos, superando los 1.780 puntos. Así, comparado con los niveles vigentes al cierre de la reunión de octubre, el IPSA creció 3,2% medido en pesos y 1,7% en dólares, acumulando en el año un crecimiento de 18,4% y 16,1%, respectivamente. Entre las acciones que registraron mayores alzas se encuentran las del sector eléctrico, luego de que la CNE decidiera aumentar el valor de los precios de nudo.

El buen desempeño de la bolsa local ha provocado el interés creciente por realizar colocaciones accionarias. En octubre Salfacorp, empresa del sector construcción, se abrió a la bolsa, recaudando cerca de US\$ 24 millones. En noviembre, Ferrocarril del Pacífico S.A. vendería entre el 30% y 40% de su propiedad (estimada en US\$ 100 millones), mientras el grupo Security haría un aumento de capital por no menos de US\$ 55 millones.

La mayor actividad bursátil también se verifica en que los volúmenes transados durante octubre alcanzaron en promedio a \$ 39.500 millones diarios, en línea con los \$ 40.000 millones del último trimestre y 80 % por sobre el promedio de 2003.

Las bolsas de Estados Unidos de América también aumentaron, especialmente después de conocidas las últimas cifras de empleo. El *Nasdaq* aumentó 6,5% desde el cierre de la reunión de octubre, mientras que el *Dow Jones* creció 3,7%, acumulando en el año variaciones de 2,1% y -0,3%, respectivamente.

Tipo de cambio

Desde la última reunión el peso se ha depreciado marginalmente (0,6%) respecto del dólar, cotizándose en los últimos días levemente sobre \$ 600 por dólar. Sin embargo, con respecto a una canasta de monedas, la depreciación ha sido mayor: 2,3% para el tipo de cambio multilateral y 3,1% para el TCM-5. Esta diferencia obedece principalmente a la depreciación del dólar respecto de las principales monedas.

En cuanto a las perspectivas para el tipo de cambio, los resultados de la encuesta de expectativas de noviembre señalan que a un año plazo el peso se depreciaría del orden de 3,2% respecto de su nivel actual, valor que llega a 4,8% en dos años plazo.

Respecto de septiembre, el tipo de cambio real y el TCR-5 de octubre presentan variaciones de -0,6% y -0,7%, respectivamente. El valor del tipo de cambio real estimado para noviembre, con un tipo de cambio *spot* de \$ 604, se ubica en torno a 100,4, equivalente a un aumento de 5,4% respecto de diciembre de 2003. El diferencial real de tasas de interés se ha mantenido constante.

Demanda y cuentas externas

La demanda interna ha continuado con un ritmo de crecimiento superior al del PIB. El crecimiento esperado para el 2004 aumentó en más de medio punto, hasta 6,7%. Esto se explica tanto por el incremento del componente maquinaria y equipos de la formación bruta de capital fijo (Formación Bruta de Capital Fijo) como del resto de la demanda interna.

Consumo y existencias

La evolución del consumo privado tanto habitual como durable sigue mostrando un ritmo de expansión estable. Las ventas de bienes durables del comercio minorista (Cámara Nacional de Comercio) y las ventas de automóviles han recuperado niveles luego de leves caídas en el segundo trimestre, ubicándose no obstante en niveles elevados. Esto contrasta con la acentuación de la trayectoria creciente de las importaciones de bienes durables que excluyen automóviles.

H. J.



La evolución creciente de las importaciones se refleja en el incremento de los diversos indicadores de existencias del comercio. Por ejemplo, el indicador mensual de confianza empresarial indica que los actuales niveles de inventarios del sector continúan por sobre lo deseado, lo que se repite en todos los sectores incluidos en este índice. La evolución de las existencias para el tercer cuarto del año es coherente con los antecedentes entregados por la encuesta de variación de existencias del Banco Central.

Aunque las distintas mediciones de expectativas de los consumidores han mostrado comportamientos disímiles, pareciera haberse detenido el deterioro que se observó en el curso de este año. Por un lado, en octubre las expectativas de los consumidores medidas por *Adimark* se mantuvieron prácticamente estables respecto del mes anterior. Por otro, la encuesta de expectativas de la Universidad de Chile de septiembre mostró un incremento relevante respecto de la medición de junio, con mejoras en todas las categorías del índice. El comportamiento del empleo, que se aprecia en su conjunto más dinámico que hace un par de meses, puede estar apoyando esta evolución, compensando así la incidencia negativa del mayor precio interno de los combustibles que, respecto del escenario del Informe de Política Monetaria, se estima que reduce el ingreso de los consumidores en Chile en un monto algo inferior a 0,5% del PIB de 2005.

Formación bruta de capital fijo

Señala el señor Gerente de Análisis Macroeconómico que en el tercer trimestre del 2004, la inversión siguió ganando fuerza, con un marcado ritmo de crecimiento anual basado principalmente en el comportamiento del componente maquinaria y equipos —41% de la formación bruta de capital fijo—. En particular, el volumen de las importaciones de bienes de capital continúa sorprendiendo.

Respecto del componente de edificación de la inversión —32% de la formación bruta de capital fijo—, por un lado persiste la tendencia creciente de diversos indicadores sectoriales (permisos de edificación, empleo de la construcción, despachos de materiales) y, por otro, las ventas de viviendas nuevas (Cámara Chilena de la Construcción y Collect) mantienen el dinamismo de los períodos previos. Esta evolución refleja las actuales favorables condiciones de financiamiento en términos de costo y acceso, la percepción de un acercamiento al ciclo de normalización de la política monetaria y mejores perspectivas económicas.

En cuanto al componente de obras de ingeniería de la inversión —27% de la formación bruta de capital fijo—, el catastro de este tipo de obras muestra a octubre niveles de inversión para el 2004 estables respecto del año pasado. Para el 2005, en tanto, se mantiene un escenario claramente más dinámico, aún controlado por las habituales correcciones de las intenciones de inversión que ocurren a medida que transcurre el tiempo.

En octubre las expectativas empresariales continúan siendo positivas, aunque con una leve caída. Este descenso se debió a las menores expectativas en el sector minería. Excluyendo a este sector, el índice se mantiene en los niveles del mes anterior, sustentado en una consolidación del optimismo de la construcción, seguido del comercio.

En su conjunto, debido a las noticias coyunturales y su incidencia en el panorama del cuarto trimestre, la tasa de formación bruta de capital fijo (en moneda constante) alcanzaría este año a 24,6% del PIB en el 2004, cifra 0,6 punto porcentual por encima de lo esperado en el Informe de Política Monetaria.

Política fiscal

En materia de política fiscal, el señor Gerente de Análisis Macroeconómico señala que en agosto, los ingresos presupuestarios aumentaron 15,8% anual, de los cuales 14 puntos porcentuales fueron explicados por el crecimiento de los ingresos tributarios netos (10,6% anual) y del cobre bruto (192% anual). Los gastos presupuestarios y con efecto macroeconómico crecieron 5,3% anual, cifra en línea con lo observado en meses anteriores. El



balance global acumulado a julio llegó a 1,9% del PIB, cifra acorde con la estimación para el año entregada en septiembre por el Gobierno.

El porcentaje de avance de los ingresos sobre lo presupuestado sigue siendo mayor que lo observado en años anteriores, producto de un mejor precio del cobre y de una mayor recaudación tributaria. En tanto, los gastos continúan en línea con los observados anteriormente.

Sector externo

La información del cierre del tercer trimestre y, sobre todo, el fuerte dinamismo del comercio exterior en octubre, llevan a esperar una sustancial aceleración tanto de los volúmenes exportados como importados en el curso del último cuarto de este año.

En efecto, en octubre, las exportaciones e importaciones alcanzaron a US\$ 2.770 y US\$ 2.410 millones, lo que representa crecimientos anuales de 51% y 35% para las ventas y compras al exterior, respectivamente. Para noviembre, en tanto, las exportaciones e importaciones se estima alcanzarán US\$ 2.810 y US\$ 2.223 millones, correspondiente a crecimientos anuales de 64% y 36%, respectivamente.

Por el lado de las exportaciones, éstas han mostrado tasas de crecimiento relativamente elevadas durante la segunda mitad del año, superando las expectativas previas. Particular dinamismo, no anticipado, han mostrado las exportaciones industriales no identificadas (alrededor de 50% del total de las industriales) durante el tercer trimestre, llevando a corregir al alza las proyecciones para el cuarto trimestre y el año. Este importante dinamismo de las exportaciones industriales no identificadas es coherente con la aceleración de la actividad industrial en dicho período.

El fuerte dinamismo de las importaciones de bienes de capital en octubre, junto con la evidencia que se deduce del Catastro de la Corporación de Bienes de Capital, llevan a considerar que la formación bruta de capital en maquinaria durante el cuarto trimestre debiese presentar un crecimiento sustancialmente superior al previsto. Por otro lado, las cifras de octubre también llevan a reevaluar al alza la trayectoria de las importaciones de consumo. Por el lado de las exportaciones, se considera que los niveles actuales de actividad industrial destinada a los mercados externos debiese ser coherente con niveles de exportaciones industriales en volumen también superiores a los previstos.

Los precios de los envíos fueron corregidos al alza para el último cuarto del año, con la sola excepción de las exportaciones industriales. Para el año, en tanto, se esperan mayores precios sólo para los envíos mineros. Para las importaciones, los precios fueron corregidos al alza para el cuarto trimestre y para el año como un todo, con la sola excepción de las internaciones de bienes de capital.

La cuenta financiera a septiembre de 2004 registra un déficit de US\$ 1.146 millones (de US\$ 1.166 millones si se excluyen reservas). Ello es producto de egresos de inversión de cartera (US\$ 3.044 millones), de otra inversión (US\$ 2.470 millones), y de derivados financieros (US\$ 18 millones), contrarrestados por ingresos netos de inversión directa (US\$ 4.366 millones), los que han sido superiores claramente a lo observado el año pasado. Destaca el nivel positivo de la cuenta financiera del tercer trimestre, por una operación de inversión directa en el sector de telefonía. En el valor acumulado al tercer trimestre, sobresalen los egresos de inversión de cartera de las Administradoras de Fondos de Pensiones, y los prepagos de deuda externa del sector privado.

Actividad y empleo

En septiembre la actividad continuó aumentando su ritmo de crecimiento interanual. El dinamismo de los sectores comercio e industria explicó parte importante del crecimiento del Imacec en el mes (7,7%).



La actividad industrial continuó expandiéndose claramente por sobre lo esperado, observándose incrementos del orden de 12% en todos sus componentes. Aunque parte de este crecimiento se asocia a factores puntuales, se aprecia que una parte importante de las ramas industriales está mostrando tasas de crecimiento positivas.

Para el resto del año, las proyecciones de este sector se corrigen nuevamente al alza en base a los nuevos antecedentes. Respecto del sector comercio, las ventas industriales también se corrigen al alza, aunque en menor medida que la producción.

Respecto de otros sectores, la minería ha continuado mostrando tasas de crecimiento superiores a las del PIB, pero sin mostrar novedades sustanciales. Así, se espera que en el año alcance un crecimiento de entre 6% y 7%. Por otro lado, en la construcción el dinamismo reciente de los indicadores sectoriales apunta a una aceleración mayor del sector. Sin embargo, una primera aproximación al cierre anual lleva a correcciones metodológicas para el primer semestre, que dejan estable el crecimiento esperado para la construcción para el 2004, esto es en torno a 4,5% anual.

Con estos antecedentes, el PIB del tercer trimestre cerraría con una variación de 6,8% anual, más de un punto por sobre lo anticipado. Asimismo, la nueva corrección hacia delante de las cifras de industria y comercio implican que en el cuarto trimestre el crecimiento del PIB se ubicaría también por sobre lo esperado. Así, en el 2004 el crecimiento del PIB se situaría en 5,7%.

Empleo

Respecto del empleo, el señor Gerente de Análisis Macroeconómico señaló que en el trimestre móvil finalizado en septiembre, el mercado laboral presentó una recuperación evidente en la gran mayoría de sus indicadores. Descontando efectos estacionales, la tasa de desempleo descendió respecto del trimestre móvil anterior y la participación de la fuerza de trabajo continuó en aumento. A nivel sectorial, sobresale la estabilidad del empleo asalariado y el repunte persistente de la ocupación ligada a la construcción. Otras fuentes que corroboran esta visión positiva son la Universidad de Chile y el empleo de asalariados reportado por la Asociación Chilena de Seguridad (ACHS). Destaca, también, la mejora en las expectativas de los agentes respecto del mercado laboral en los próximos meses.

El empleo nacional registró una importante recuperación durante el trimestre móvil finalizado en septiembre, retomando tasas de crecimiento anuales en torno a 2%. Descontando efectos estacionales, se crearon alrededor de 24 mil puestos de trabajo respecto del trimestre móvil anterior, producto tanto del mayor impulso fiscal como privado.

Por categorías, el empleo asalariado mantuvo niveles altos y el por cuenta propia continuó en alza. Destaca la coherencia entre las cifras de empleo asalariado reportadas por el Instituto Nacional de Estadísticas para la Región Metropolitana y las del Gran Santiago provenientes de la Universidad de Chile, corroborando así el aún importante grado de formalización del mercado laboral.

Por segundo mes consecutivo se observó un importante dinamismo de la ocupación en la construcción. El empleo ligado a industria, por su parte, aún no refleja las buenas noticias de actividad de meses previos, registrando bajo dinamismo tanto según la información del Instituto Nacional de Estadísticas como de la proveniente de la Sociedad de Fomento Fabril. El empleo del resto de los sectores económicos presenta una dinámica acorde con las buenas noticias a nivel agregado.

-4
D.C.



En el trimestre móvil finalizado en octubre, las vacantes registraron nuevamente un aumento en doce meses (16%), pese al descenso de nivel desestacionalizado respecto del trimestre móvil anterior. Al observar la curva de *Beveridge* —que relaciona la tasa de desempleo con las vacantes como proporción de la fuerza de trabajo— el punto correspondiente a octubre se encuentra aún desalineado de la trayectoria histórica, pero aparentemente volviendo al intervalo de confianza emanado de la estimación de la curva. Lo anterior da cuenta de un posible período de ajuste ante *shocks* de corto y mediano plazo no provenientes de la actividad agregada. Teóricamente, este tipo de perturbaciones se relacionan con procesos de cambios en la composición del empleo y/o *shocks* de oferta de trabajo, lo que puede asimilarse a la situación observada durante el último año a nivel de categorías y sectores económicos.

La tasa de desempleo nacional se situó en 9,7%, 0,3 punto porcentual por sobre el registro de igual mes del año anterior. Eliminada estacionalidad, descendió a 8,9%, luego de tres meses consecutivos estable en 9,0%. Lo anterior se explica tanto por la caída en el nivel de desempleo como por el aumento en la tasa de participación. La tasa de desempleo primaria desestacionalizada se situó en 6,9%, 0,2 punto porcentual por debajo del registro del trimestre móvil anterior, confirmando el cambio en la tendencia al alza que exhibió la primera mitad del año.

Según la información para el Gran Santiago que reporta la Universidad de Chile, durante septiembre la tasa de desempleo fue 11,6%, 1,6 puntos porcentuales menor que la de igual mes de 2003. Descontada estacionalidad, la tasa de desempleo permaneció estable en relación con el registro de junio, lo que es coherente con la información del Instituto Nacional de Estadísticas para la Región Metropolitana.

Las expectativas de las personas y empresas respecto del mercado laboral mejoraron. Según la información que reporta Adimark sobre cuál es la percepción de los agentes en cuanto a la evolución del desempleo a nivel nacional en los próximos doce meses, en octubre hubo una recuperación luego del deterioro de septiembre. Por el lado de las empresas, el indicador mensual de confianza empresarial (IMCE) de octubre, señala que los empresarios tienen mejores perspectivas de empleo en los próximos tres meses, para los sectores comercio y construcción.

Precios

En octubre el IPC tuvo una variación de 0,3%, cifra que fue de 0% para el IPCX e IPCX1. Así, el incremento en doce meses del IPC llegó a 1,9%, mientras que el del IPCX se situó en 0,9% y el de IPCX1 en 0,6%. Con estos valores, la inflación subyacente se mantiene estable y claramente bajo el piso del rango meta.

La inflación de octubre estuvo determinada por el rubro transporte, dentro del cual destacó el incremento del precio de la gasolina y el aumento del precio del pasaje de la locomoción colectiva. Al mismo tiempo, los alimentos perecibles presentaron una alta incidencia. Como contrapartida se presentó un descenso de las tarifas eléctricas y una baja de precio de los productos médicos. Respecto de la proyección incluida en el escenario base de la reunión anterior, la variación del IPC resultó 0,2 punto porcentual menor, mientras que el IPCX e IPCX1 se sobrestimaron en 0,1 punto porcentual. La mayor sorpresa se atribuye al grupo de alimentos no perecibles, vivienda y productos médicos.

Descontados efectos estacionales, el promedio móvil trimestral de la inflación anualizada se redujo en todas las medidas.

Medidas alternativas de inflación subyacente presentaron, en general, leves trayectorias al alza. Se observa un incremento del IPCX2 y de las medias podadas del IPC e IPCX1; solo se registra un leve descenso en la tasa de variación de la media podada del IPCX.

En cuanto al promedio móvil trimestral del IPCX1, tanto la mediana como la variación mensual, eliminando efectos estacionales, caen respecto del mes anterior.



En octubre se observó una disminución de los ítems que bajan de precio, contrastando con un incremento de los que suben de precio y de los que no varían.

El índice de precios al productor (IPP) tuvo una variación anual de 14,9% (12,6% en el mes anterior); también aumentó la tasa de variación anual del IPPX3 respecto del mes anterior, llegando a 0,8%. Un incremento se observó también en la variación en doce meses del IPCX3, pasando de -0,6% en septiembre a -0,5% en octubre.

Márgenes

Los márgenes de comercialización, en general, descendieron en octubre. Por una parte, los márgenes de alimentos, obtenidos a partir de los datos del índice de precios al productor (IPP) e IPCX1, muestran una disminución, revirtiendo la tendencia al alza que se venía presentando desde principios del segundo trimestre. También caen los márgenes de medicamentos, obtenidos del índice de precios al productor (IPP) e IPCX1, continuando con una tendencia a la baja. Asimismo, los márgenes de bienes durables del IPC e IPM tuvieron un descenso marginal en el mes.

Costos laborales

En septiembre la tasa de crecimiento anual del costo de la mano de obra total aumentó a 3,3%, mientras que, excluyendo minería y electricidad, gas y agua (CMOX), la tasa de variación se mantuvo con respecto al mes anterior (2,3%). Las remuneraciones nominales, a su vez, revirtieron la tendencia a la baja, aumentando 2,9% en doce meses.

En cuanto a los costos laborales unitarios, durante septiembre su tasa de variación anual aumentó, pero sigue siendo negativa. Por otra parte, la tasa de variación anual del costo laboral unitario asalariado sin electricidad, gas, agua ni minería (CLUX) descendió.

Perspectivas de inflación en el corto plazo

Concluye su exposición el señor Gerente de Análisis Macroeconómico refiriéndose a las perspectivas de inflación en el corto plazo. Sobre el particular, señala que en noviembre el IPC tendría una variación mensual de 0,1%, con lo que su tasa de variación en doce meses se situaría en 2,3%. Este resultado está principalmente influido por el aumento de \$ 20 en el precio del pasaje de la locomoción colectiva previsto para este mes. El IPCX y el IPCX1 registrarían incrementos mensuales de 0,0% y 0,1% respectivamente, correspondientes a variaciones anuales de 1,2% y 0,9%.

Respecto de la reunión de octubre, se modifican al alza el precio del petróleo y el tipo de cambio. En el primer caso se considera un precio promedio de US\$ 46,6 el barril para el último trimestre del presente año y de US\$ 44 para el primer trimestre de 2005. En cuanto a tarifas, dado el comportamiento del precio del diesel y del tipo de cambio, el alza de \$ 20 de la tarifa de la locomoción colectiva de este mes se revertiría solo parcialmente durante el primer trimestre de 2005. La fecha de entrada en vigencia del decreto tarifario del sector telefónico se posterga de noviembre a diciembre, afectando la inflación de ambos meses. En cuanto a las tarifas eléctricas, se estima una incidencia de 0,05 punto porcentual en noviembre por efecto del descenso en el precio de distribución que compensaría parcialmente el incremento de los precios de nudo. A partir de noviembre se incorpora en las proyecciones una rebaja en las tarifas de agua potable debido a los problemas de Aguas Andinas con la planta de tratamiento de aguas servidas La Farfana. Se supone que esta situación se regularizaría durante el primer trimestre del próximo año, lo que afecta el registro de inflación de marzo.

Estimaciones de la inflación IPCX1 a partir de modelos alternativos arrojan inflaciones a diciembre y fines del primer trimestre de 2005 por debajo de las anteriormente señaladas.

4



Sesión N° 70
Política Monetaria
11.11.2004 12.-

El Presidente, señor Corbo ofrece la palabra para comentarios respecto al diagnóstico presentado por el Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Pablo García.

El señor Ministro de Hacienda formula una consulta respecto al precio del petróleo. Señala que en reuniones anteriores se mostraba conforme subían los precios spot, la curva forward se des plazaba paralela hacia arriba. Pregunta si actualmente, dado que el precio del petróleo ha descendido se devuelve sólo el precio spot o la curva forward entera.

El señor Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann, responde al señor Ministro, señalando que básicamente la curva se ha devuelto, e indica que hoy día la curva futuro está bastante plana, lo que hace suponer que más bien se debería esperar estabilidad en los precios.

Agrega el señor Ministro a su comentario, que entonces la curva ha rotado, más que haya experimentado un desplazamiento paralelo, lo que confirma el señor Lehmann, ya que ésta se ha aplanado. Asimismo, señala este último, que en el corto plazo tiene pendiente positiva.

Interviene el Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García para señalar que hubo un período en que efectivamente se desplazó el precio del largo plazo y también hubo un aumento muy fuerte hace un tiempo atrás que llegó hasta US\$ 55, pero éste no se vio acompañado de un incremento de la misma magnitud en el forward. Los vaivenes más fuertes que hemos visto en las últimas cuatro semanas han sido más bien del spot.

El Consejero señor Manuel Marfán comenta, que le parece y tiene la sensación de que el mayor precio del petróleo nos sorprendió y no solamente en cuanto a que haya habido menos inflación, sino que también los efectos que dicho aumento ha tenido sobre la actividad han sido menores. En su opinión, no se trata más bien de un trade off en el cual se fue más hacia crecimiento y menos hacia inflación, sino que se fue menos hacia los dos lados.

El Gerente de Análisis Internacional, señor Sergio Lehmann, hace presente que para efectos del Informe de Política Monetaria, lo que se hizo fue desconocer un poco lo que estaban indicando los bancos de inversiones en esos momentos y se hizo un ajuste de 2-3 décimas respecto a lo que ellos planteaban. Lo que se ha observado, señala, más bien es que, justamente, esas dos o tres décimas son las que se han ido recogiendo por parte de los analistas, a propósito del precio del petróleo.

El señor Lehmann indica que definido cuál es el mejor predictor, mirando todos los bancos de inversiones a un año plazo, lo que hemos obtenido ahora es que los futuros son los que tienen mayor capacidad para anticipar la evolución de los precios. Asimismo, señala que los futuros están en torno a 25 dólares así que habría que pensar en un nivel en torno a 40 dólares.

El Presidente, don Vittorio Corbo hace presente que la proyección que hizo antes de ayer el gobierno americano es 47 el light y ellos revisaron a 45 para el próximo año, el Brent.



En relación a los mercados financieros internacionales, al señor Ministro de Hacienda le parece interesante señalar que, a diferencia de lo observado históricamente, la normalización de la tasa corta americana no ha conllevado un aumento de los spreads. Ello, agrega, podría ser un buen augurio respecto de que, eventualmente, la posibilidad de un desplazamiento del portafolio desde los países emergentes hacia las economías industrializadas producto de la normalización de las tasas podría ser más atenuado.

Respecto a los mercados financieros domésticos, el señor Ministro de Hacienda señala que le llama la atención que en los últimos 15 días los papeles nominales del Banco Central de Chile han caído mucho más que los papeles reales (30-40 puntos base).

El Presidente, don Vittorio Corbo estima, con respecto a lo anterior, que el mercado comienza a entender que el Banco Central de Chile no está detrás de la curva.

El Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera hace presente que ese efecto, por el tipo de composición del portafolio, debería ser mucho más visible en los papeles largos en UF que en los papeles en pesos. Agrega, que el mercado está segmentado de esa forma, los fondos de pensiones privilegian en primer lugar sus inversiones en UF.

Respecto al comentario efectuado por el Gerente de Análisis Macroeconómico, de la demanda interna y a un diagnóstico más preciso de si el mayor dinamismo del componente del gasto se debe a consumo interno o acumulación de existencias, el Consejero señor Manuel Marfán piensa que eso puede deberse más bien a un anticipo de un consumo importante a fin de año. O sea, si la economía va bien, se anticipa que las ventas navideñas van a estar buenas por ejemplo, entonces, lo natural y lo normal es empezar a construir los inventarios desde ya.

Con respecto a actividad y empleo, el Consejero señor José De Gregorio recuerda que en el Informe de Política Monetaria de enero o en el de mayo había un recuadro que contenía la inversión sectorial. Señala que le parecería conveniente actualizar esos datos.

El Presidente señor Vittorio Corbo, indica que en el Informe de Política Monetaria del mes de mayo, se presentó un cuadro detallado de la inversión porcentual que se podría actualizar.

En cuanto a empleo y desocupación el señor Ministro consulta cuál es la explicación del incremento de la fuerza de trabajo femenina. El Consejero señor Manuel Marfán señala que una posibilidad es que durante 10 años, hasta el inicio de la crisis del 98, la fuerza de trabajo femenina estaba creciendo por sobre 3% al año, en promedio. Hay un aumento estacionario, secular, del empleo femenino y más bien cree que la excepción fue el período de los años bajos y que ahora estaría retomando ese ritmo secular. Indica que el nivel de la tasa de participación de mujeres en Chile sigue siendo de las más bajas de América Latina y a su vez, de las más bajas del mundo.

4



El Gerente de División Estudios señala que tenemos una fuerza inflacionaria detrás de nuestro escenario base, lo que se debe a que después de varios años de depreciación y otros factores de costo suponíamos que los márgenes estaban muy comprimidos, cosa que podemos verificar en muchas de nuestras medidas y suponíamos, por lo tanto de que a pesar que la brecha es negativa hoy día y, por lo tanto, por ese motivo debiera bajar la inflación, tenemos una aceleración de ella, pero no porque la brecha vaya a ser pequeña en el futuro sino por la fuerza de descompresión de márgenes.

En el escenario base, al final la inflación tiene que ver con expectativas hacia delante si hay ancla, brechas, y esa brecha hoy día es una fuerza aún deflacionaria porque el desempleo está por sobre y márgenes. El diagnóstico de margen teníamos una fuerza inflacionaria que venía básicamente de que nosotros habíamos visto una depreciación del tipo de cambio bastante fuerte, que no se había traspasado nunca a precios. Señala que lo expuesto es un tema central en el Informe de Política Monetaria.

El señor Ministro dice que lo anterior depende de si la caída de márgenes tiene que ver con guerra de precios para complicar mercados o tiene que ver con cambio en la productividad de la cadena de distribución.

El Gerente de División Política Financiera, señor Luis Oscar Herrera dice que es difícil zanjar la discusión, pero señala que gran parte de las ventas de durables, de vestuario, de las cosas que estamos viendo son ventas a través de cadenas de departamentos, que venden el 80% con crédito. La estrategia que han usado, porque el margen se ha ido agrandando en la parte financiera, es reducir el margen de precios, probablemente en un escenario en que las tasas aumenten, o en un escenario donde esos márgenes vayan disminuyendo en ese sentido. Ello podría reducir también el incentivo a tener este otro margen tan extraordinariamente comprimido. Entonces cree que allí hay un factor que también puede ser transitorio dentro de este análisis de márgenes.

El Presidente, señor Vittorio Corbo señala, que a lo anterior hay que agregarle también el hecho de que existe aumento de productividad muy fuerte también en la cadena de distribución.

El Consejero, señor Manuel Marfán indica que la curva de Phillips que uno debería intentar construir es una curva que en vez de tener brecha con inflación más bien uno debería tener, no se si existirá algo parecido a una brecha de consumo, pero algo que tenga que ver con el comportamiento de consumo y la inflación de estos bienes.

El Consejero, señor Jorge Desormeaux señala que la información que se tiene de las grandes tiendas, básicamente, indica que el mercado interno todavía muy poco dinámico, márgenes extraordinariamente apretados, y estas empresas han aprovechado las grandes ganancias en productividad que han tenido, las economías de escalas y las nuevas tecnologías para reducir sus costos. Pero en el fondo, lo que se desprende de todo esto es que cuando el consumo interno comience a acelerarse, ellos van a empezar a normalizar esos márgenes.

El Gerente de División Estudios, señor Rodrigo Valdés señala que otro punto es el efecto calidad. Lo que ha pasado estos años también, es que por la competencia de China y por otras razones, la calidad de cada producto es mucho menor y eso no se refleja en nuestros índices de precios. Podría ser el caso, además, de que la demanda por calidad sea cíclica y cuando se demande mayor calidad veamos un repunte de precios, que estos márgenes, obviamente, no toman en cuenta.

[Firma manuscrita]



El Presidente, señor Vittorio Corbo, suspende la Sesión a las 13:10 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° 70.

No se encuentran presentes en la Sala el señor Ministro de Hacienda, don Nicolás Eyzaguirre Guzmán, la Asesora Macroeconómica, doña Bernardita Piedrabuena Keymer y la Secretaria Ejecutiva de la Presidencia, doña 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.

El señor Valdés señala lo siguiente:

1. En la reunión de política monetaria de octubre, el Consejo decidió mantener la tasa de interés de política en 2% anual, luego de incrementarla en 25 puntos base el mes anterior. En la última reunión se consideró que el ritmo de crecimiento de la actividad y del gasto interno se había fortalecido, en particular el de la inversión, y que, más allá de los efectos de los precios internacionales de los combustibles, la inflación continuaba baja, lo que se apreciaba en las medidas de inflación subyacente y en la evolución de las presiones de costos. En el comunicado respectivo, el Consejo reafirmó que, en el escenario más probable, continuaría reduciendo pausadamente el marcado estímulo monetario prevaleciente.
2. Como se analiza en la minuta de antecedentes, las principales tendencias observadas hasta la última reunión se han acentuado. El ritmo de crecimiento del PIB y del gasto durante el tercer y cuarto trimestres se aprecia aún más robusto, mientras las medidas de la tendencia inflacionaria son especialmente reducidas, al igual que el ritmo de aumento de los costos. Por otro lado, y a pesar de haberse modificado las proyecciones para el precio del petróleo, su evolución de los últimos días y la mayor estabilidad que ha mostrado el tipo de cambio reducen la importancia de estos dos *shocks* de oferta en comparación con la que parecieron tener en la reunión anterior. Finalmente, el mercado del trabajo mostró cifras claramente mejores que las de los últimos meses.
3. Con los antecedentes acumulados, las opciones más plausibles para esta reunión son mantener la tasa de política monetaria en su nivel actual o aumentarla en una magnitud a analizar.
4. Al igual que en los últimos meses, no hay antecedentes que justifiquen la opción de rebajar la tasa de interés.
5. El principal argumento a favor de mantener la tasa de política monetaria en la reunión actual es la reducida inflación subyacente observada en los últimos meses, así como el limitado aumento que muestran los costos laborales unitarios y la inflación importada medida en pesos. Estos últimos reflejan la acotada expansión de los salarios nominales, los aumentos de la productividad de los últimos trimestres —especialmente en el sector industrial—, así como la evolución del tipo de cambio en los últimos dos meses. Las distintas medidas de la tendencia inflacionaria se ubican bajo el rango meta y, en lo más reciente, acusan un estancamiento e incluso una reducción de su velocidad de expansión. Este cuadro también ha significado que la inflación subyacente IPCX1 se ubique de manera bastante persistente por debajo de lo proyectado. Aunque estos errores de proyección no tienen una interpretación evidente —podrían incluso concebirse como mayores presiones inflacionarias a futuro si mecánicamente se asociaran a una comprensión de márgenes— su persistencia probablemente sea síntoma de que los márgenes están menos comprimidos de lo supuesto en el escenario central, lo que significa una evolución de la inflación subyacente hacia

20



delante más acotada, al menos en el corto plazo. A este respecto, cabe notar que durante los últimos meses los modelos de proyección que no consideran márgenes han estado más cerca de la inflación subyacente efectiva, y que estos mismos modelos proyectan una inflación subyacente entre medio y un punto por debajo del 2,2% considerado en el escenario central para un horizonte de seis meses.

6. Sin embargo, también hay argumentos en contra de la opción de mantener la tasa de política monetaria. Primero, el mayor crecimiento del PIB y del gasto implican una reducción de las holguras de capacidad más rápida que la prevista, lo que sería coherente con mayores presiones inflacionarias. Estas presiones podrían tomar algún tiempo en manifestarse, pero dados los rezagos que tiene la política monetaria en surtir efectos, tales presiones justifican continuar la normalización de la política monetaria de manera de no exacerbarlas y permitir compatibilizar el mayor dinamismo económico con una inflación proyectada en 3%. Ello toma más importancia por el nivel especialmente reducido que tiene hoy la tasa de política monetaria. Segundo, si se compara con la situación de hace algunos meses, la expansividad de la política monetaria, si algo, estaría aumentando bajo la opción de mantener la tasa de política monetaria. Ello se refleja, por una parte, en tasas reales ex ante menores por la gradual normalización que han tenido las expectativas de inflación y, por otra, en el dinamismo generalizado que exhiben los distintos agregados monetarios y crediticios. Y tercero, aún cuando se considere que la reducida inflación subyacente IPCX1 sea síntoma de menores presiones implícitas, los modelos alternativos —que no consideran márgenes— de todas formas proyectan un gradual aumento de esta inflación. Por lo tanto, es difícil pensar en una disminución de la inflación en el mediano plazo, sobre todo considerando la reducción más rápida de holguras de capacidad que se está observando en la actualidad.
7. Por otro lado, el aumento del ritmo de crecimiento de la economía es la principal justificación para aumentar la tasa de política monetaria en esta reunión. En principio, se puede argumentar que de no haberse producido novedades por el lado de la actividad y los precios, la opción de aumentar la tasa de política monetaria en 25 puntos base sería el paso coherente con la idea de ir reduciendo pausadamente el marcado estímulo monetario, luego de una reunión en que se mantuvo la tasa de interés, pero no se cambió la estrategia de gradual normalización considerada en el último Informe de Política Monetaria. Sin embargo, las consecuencias para las presiones inflacionarias del significativo aumento del crecimiento previsto para la segunda mitad de este año, el que sea un fenómeno relativamente generalizado entre sectores y con un creciente protagonismo de la inversión, y la persistencia de condiciones externas favorables para el crecimiento, podrían fundamentar un aumento de este ritmo. Ello podría eventualmente justificar un incremento mayor en esta reunión, o bien aumentos más seguidos de la tasa de política monetaria en dosis de 25 puntos base.
8. No obstante lo anterior, los datos de inflación y de costos sugieren que podría ser apresurado acelerar la normalización de la política monetaria. Aunque no es posible determinar con precisión cómo influyen conjuntamente los nuevos antecedentes de menor inflación y mayor crecimiento sobre la trayectoria probable de la inflación en el horizonte relevante de política, es difícil argumentar que ellos lleven a una menor inflación en un plazo mediano. Pero tampoco es evidente que estos antecedentes lleven necesariamente a una mayor inflación en ese plazo, pues cualquier análisis depende críticamente de cómo se interprete la reducida inflación subyacente actual. De esta manera, el panorama de acotado aumento de los precios (más allá de la volatilidad que le imprimen los precios de los combustibles) permite mantener el ritmo pausado de normalización, a pesar del mayor dinamismo de la actividad y del gasto.

19



9. Las implicancias que tiene la volatilidad del precio del petróleo para las opciones de política de hoy parecen ser menos relevantes, debido a la gran incertidumbre reinante respecto de la trayectoria futura de este precio y las dificultades para determinar con precisión los efectos que genera un *shock* de este tipo, por tener componentes tanto de precios como de actividad, así como la posibilidad de una reversión. En la práctica, hasta ahora la estrategia de política monetaria no ha sufrido modificaciones de importancia que puedan asociarse a una acción preventiva por cambios de escenario en el precio del petróleo. Más bien, dado el nivel al que había llegado la inflación y la credibilidad monetaria existente, la reacción ha sido esperar a ver cómo se manifiestan los efectos de este *shock* antes de modificar el curso de política. Bajo este mismo prisma, el cambio de supuestos o, alternativamente, la drástica caída que muestra el precio del petróleo en los últimos días (que a su vez impone una mayor cuota de incertidumbre respecto de las nuevas proyecciones) no deberían por el momento modificar la estrategia de normalización pausada.
10. Respecto de aspectos tácticos, cabe mencionar primero que una mayoría relativa del mercado y de los analistas espera un aumento de la tasa de política monetaria de 25 puntos base para esta reunión. Ello permite esperar reacciones menores en los mercados financieros —incluyendo el tipo de cambio— de un alza de la tasa de política monetaria de esa magnitud. Por el contrario, la mantención sí podría tener efectos algo más marcados, reduciéndose las tasas de mercado y depreciándose el tipo de cambio.
11. También desde el punto de vista táctico, aumentar 25 puntos base parece ser la opción más coherente si la decisión es mantener el escenario base de reducción pausada considerado en el Informe de Política Monetaria. En efecto, una secuencia 25-0-0 puede ser excesivamente pausada y arriesga que el mercado entienda que se está cambiando la estrategia. En esta oportunidad, además, se estaría validando una trayectoria de tasas de mercado que parece ser coherente con la estrategia planteada.

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

El Gerente de División Política Financiera, señor Luis Oscar Herrera señala que el análisis efectuado por la Gerencia de División Estudios es bastante completo. Asimismo, indica que está de acuerdo con la propuesta que ha efectuado esa Gerencia. Cree que los antecedentes dan cuenta de una economía que está creciendo con un alto dinamismo, al mismo tiempo da cuenta de que la economía tiene capacidad para responder frente a este dinamismo y a las presiones inflacionarias. Por lo tanto, es adecuado que la economía siga creciendo en su potencial para terminar de absorber esas holguras, pero dado el ritmo de crecimiento y el nivel de aceleración que es necesario aplicar en la demanda, una reducción de ese impulso y con las consideraciones tácticas que ha mencionado el señor Gerente de la División Estudios, puede estimarse que 25 puntos base parece ser una dosis apropiada.

El Gerente de Análisis Internacional, señor Sergio Lehmann indica que también coincide con el análisis que se ha hecho respecto a inflación y actividad. Concuera también con la percepción que en este momento 25 puntos base está en la dirección comunicacional que ha hecho el Banco Central anteriormente, y es consistente también con los mayores niveles de actividad que estamos observando. Por lo tanto cree que es la decisión apropiada en esta oportunidad.

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

El Consejero señor Manuel Marfán, agradece el informe y análisis del staff, debido a que dadas las novedades que ha mostrado la información reciente, ha estado particularmente ordenado.



Hace presente el Consejero señor Marfán, que la información dada muestra un repunte no previsto de la actividad en los meses recientes, liderado por el volumen de exportaciones y por la inversión. El consumo en tanto, se ha mantenido dentro del rango esperado. La inflación subyacente por otro lado se mantiene baja. A pesar de la tendencia actual a la baja en el precio internacional del petróleo, su nivel sigue siendo elevado respecto a lo que se esperaba en el Informe de Política Monetaria del mes de septiembre pasado. En este plano se estaría materializando el escenario de riesgo previsto. Como bien lo apunta el informe de opciones de la Gerencia de División Estudios, la información es mixta y puede justificar ya sea un alza, o mantener la tasa de política monetaria en esta reunión. Cualquiera de las dos alternativas es consistente con una normalización pausada de la política monetaria.

Por lo anteriormente expuesto, el Consejero señor Marfán se inclina en esta ocasión por elevar en 25 puntos base la tasa de política monetaria. Señala dos razones, la primera, que se trataría de una decisión ampliamente esperada por el mercado, aunque ésta no es una razón en sí misma para las decisiones del Banco Central de Chile, ante información mixta, lo esperado por el mercado puede ser una buena consejera. En segundo lugar, la normalización de las variables reales no requiere de una instancia de política monetaria tan expansiva como la actual. Cabe recordar que entre enero y la actualidad, la inflación ha aumentado en términos anuales en más de 25 puntos base, que es lo que ha subido la tasa de política monetaria. Ya en la información reciente no se requeriría ese grado de expansividad en la política monetaria.

Finalmente indica, que por ningún motivo debiera interpretarse un eventual aumento en la tasa de política monetaria, en esta ocasión, como una aceleración en el ritmo de normalización de la política monetaria. Por el contrario, este camino debe seguir siendo pausado.

En virtud de lo anterior, el Consejero señor Manuel Marfán vota por un aumento de 25 puntos base en la tasa de política monetaria.

El Consejero señor Jorge Desormeaux indica que el informe que se ha presentado destaca que en las últimas semanas se han consolidado dos tendencias. La primera es un fuerte crecimiento de la economía y así tenemos por ejemplo que el ritmo de crecimiento del PIB ha pasado de tasas en torno al 5% en el primer semestre a tasas que se aproximan al 6% en el segundo. El crecimiento del gasto ha pasado de cifras en torno al 5,5% a cifras que probablemente bordeen el 7% el segundo semestre. Nuestras importaciones están creciendo también a un ritmo muy elevado, 30% anual y tenemos también niveles mensuales que se acercan a los dos mil millones de dólares, muy por encima de lo que se tenía a comienzos de este año.

Asimismo, indica que frente a esta tendencia existe otra en dirección opuesta que muestra reducidas presiones inflacionarias, particularmente a nivel de las mediciones subyacentes. Si bien estas dos tendencias apuntan en direcciones opuestas, y no está claro el mecanismo detrás de la menor inflación subyacente, en opinión del señor Desormeaux la persistencia de la primera tendencia es claramente mayor, lo cual redundará necesariamente en una aceleración de la inflación en el horizonte de política monetaria. Ello significa que el Banco Central debe mantener su estrategia de normalización de la tasa de política monetaria, en particular, aumentar la tasa de política monetaria en la reunión de hoy. Otras razones para justificar un aumento de la tasa de política monetaria fueron señaladas, como la importante expansividad que tiene la política monetaria de hoy, que en la práctica es mayor que en meses anteriores, a raíz de la normalización que experimentan las expectativas de inflación. Una manifestación de esto es el fuerte crecimiento de los agregados monetarios, que en el caso de M1 bordean el 30% anual, por encima de lo que consideraríamos adecuado para el actual crecimiento de la actividad económica. La decisión de hoy se enmarca además en un contexto en que la Reserva Federal y otros bancos centrales están subiendo sus tasas de política monetaria. Por lo tanto, no subir la tasa de política monetaria hoy día, significaría un desalineamiento también en materia cambiaria.

hp



Finalmente, hace presente el Consejero señor Desormeaux que el mercado, como se señaló, espera un alza de la tasa de política monetaria en el día de hoy de 25 puntos base, y de no hacerlo estamos arriesgando confundirlo, ya que podría pensar efectivamente que estamos introduciendo un cambio de estrategia.

En consecuencia el Consejero señor Jorge Desormeaux se inclina por un alza de 25 puntos base en la tasa de política monetaria.

La Consejera señora María Elena Ovalle comenta que, de acuerdo a lo que se ha visto, el conjunto de antecedentes presentados por la Gerencia de División Estudios, llevan a que las opciones a considerar en la reunión de Política Monetaria de hoy sean la mantención de la tasa de política monetaria en su nivel actual o un aumento moderado de ella. Ambas tienen argumentos justificados a su favor. Si por un lado, se consideran las novedades provenientes de la inflación y los costos, se constata que las expectativas inflacionarias permanecen ancladas; los costos laborales siguen sin generar grandes presiones; los márgenes de comercialización han retrocedido, la estructura de tasas de interés y la evolución de precios claves (tipo de cambio, cobre y petróleo) se muestran incluso más favorables ahora que en la reunión pasada. Por lo tanto, esto fundamenta que los últimos registros inflacionarios, específicamente los subyacentes, se hayan ubicado por tercer mes consecutivo bajo lo previsto. Señala que es evidente, entonces, que si se centraran exclusivamente en estos antecedentes, la decisión de hoy estaría sesgada a la mantención de la tasa de política monetaria.

Sin embargo, hace presente, que las novedades más importantes del último mes han provenido de la mayor actividad económica generalizada en todos los sectores productivos. En este sentido, el impulso monetario doméstico y las condiciones internacionales han propiciado que el ritmo de crecimiento del producto y del gasto interno muestren más fuerza en su expansión que la prevista, lo que también implica una reducción más intensa en las holguras de capacidad. Además, es importante considerar que los registros de inflación de corto plazo han continuado influidos por las bajas variaciones en los precios que se observaron a fines del año anterior y comienzos de éste. Estos antecedentes, junto al nivel evidentemente bajo de la actual tasa de política y la estrategia adoptada en septiembre pasado de reducción paulatina del mercado estímulo monetario, indican que la economía requiere una política monetaria menos expansiva que la actual, lo que es compatible con un aumento de 25 puntos base en la reunión de Política Monetaria efectuada hoy. Esta alza acotada no debiese generar un gran efecto en las cifras, pero sí permite continuar con este tránsito gradual a tasas más neutrales y nos deja en una posición que permite tomar acciones menos agresivas en el futuro, cuando estas mayores cifras de actividad y gasto se traduzcan también en mayores presiones inflacionarias. Además, a partir de octubre y por cierto en noviembre, hemos empezado a proyectar una convergencia al centro del rango desde arriba del 3% en el horizonte de política, con el consiguiente riesgo de sobrepasar el techo de 4% si la mayor actividad mundial y/o los mayores precios de los combustibles introducen presiones adicionales. Dados los rezagos con los que actúa la política monetaria, tomar una acción preventiva en esta oportunidad es consistente con el dinamismo que está mostrando la economía y con el objetivo inflacionario de 3% en 24 meses. Por estas razones vota por un alza de 25 puntos base en la tasa de política monetaria.

Como consideración final, la Consejera señora María Elena Ovalle, estima importante enfatizar que el principal objetivo es la inflación, y clarificar que una mayor actividad como la que se está observando, en algún momento puede traducirse en mayores niveles de precios. Es decir, que no se entienda que se está reaccionando ante estos mayores indicadores de actividad, sino más bien a sus efectos sobre la inflación, ante lo cual corresponde una medida precautoria como esta alza de 25 puntos base en la tasa de política monetaria.



El Consejero José De Gregorio indica que las noticias de actividad han sorprendido por lo elevadas, lo que haría suponer que habrá presiones inflacionarias que obliguen a reducir el impulso monetario. Sin embargo, también señala que las noticias inflacionarias han sido sorprendentemente bajas. La pregunta entonces es cuál de las dos sorpresas tiene mayor peso respecto a la proyección futura de inflación y del cumplimiento de la meta en el horizonte de 12 – 24 meses, que es el horizonte relevante.

A juicio del señor De Gregorio, se justifica un alza de tasas dados los efectos rezagados de mayor actividad sobre la inflación, y de no aumentar las tasas, se podría llegar tarde y terminar con alzas más abruptas. Esto sería muy costoso para la credibilidad y efectividad de la política monetaria, así como el cumplimiento de la meta. Sin embargo, alguien podría decir que nos podemos equivocar subiendo tasas sin dar peso a indicaciones de inflación, por motivos tal vez de productividad o competencia, se mantenga baja por un tiempo más prolongado de lo esperado. Lo que cabe preguntarse es si esto es costoso. En opinión del señor De Gregorio, el costo de este error es menor, y además piensa que esto es más improbable. La razón de lo anterior es que la tasa de interés ha caído durante el año, de modo que el alza de tasas es apenas para compensar un aumento de la inflación esperada.

Hace presente el Consejero De Gregorio que en enero, con una tasa de política monetaria de 1,75% la inflación esperada en el Informe de Política Monetaria para diciembre de 2004 era 2%, sin embargo la última estimación es que será 2,6%. Asimismo, indica que las predicciones a diciembre de 2005 son similares, pero ciertamente sujetas a un mayor margen de error. Por lo tanto, está de acuerdo en subir la tasa hoy en 25 puntos base con un impulso monetario similar al de principios de año. Por esta razón, tampoco cree descartable subir la tasa de política monetaria en 50 puntos base, aunque las noticias inflacionarias sugerirían un grado de cautela y esta cautela es más consistente con una reducción gradual del impulso monetario.

Indica, por otra parte, que la economía ha estado creciendo vigorosamente más allá de lo esperado.

En virtud de lo anterior cree que se debería subir la tasa de política monetaria en 25 puntos base.

El Consejero señor José De Gregorio señala que en la preparación del Informe de Política Monetaria correspondiente al mes de enero, se tenga una buena evaluación de cómo han ido cambiando nuestras perspectivas inflacionarias. Hemos estado siempre sobre estimando la inflación. Indica que es algo relevante, pues el régimen inflacionario se ha modificado después de los significativos cambios de política macroeconómica que han ocurrido desde 1999 con la flotación cambiaria, la inauguración de un esquema más riguroso en metas de inflación, el inicio de una nueva regla fiscal, crecientes grados de apertura comercial y financiera, etc. Hoy en día se está ante un nuevo régimen y los modelos y parámetros pertenecen a un modelo de política macro distinta.



El Presidente señor Vittorio Corbo señala que los desarrollos recientes en nuestra economía han sido muy favorables. De una parte, ayudado por un favorable entorno externo y una política monetaria expansiva, en los últimos dos meses el crecimiento ha continuado tomando fuerza empujado por el alto dinamismo de la inversión y las exportaciones. Por otra parte, a pesar del pronunciado salto en el precio del petróleo y la aceleración del crecimiento, la inflación subyacente se ha mantenido acotada gracias a los moderados aumentos de costos y la alta credibilidad de la meta de inflación de un 3% anual. Sin embargo, con un crecimiento del producto por encima del crecimiento del producto potencial, las brechas de capacidad se están reduciendo a una velocidad mayor de lo previamente anticipado lo que, de mantenerse, aumenta el riesgo de una aceleración de la inflación a las tasas de interés actuales. En estas circunstancias, lo que corresponde es continuar con el proceso pausado de acercar la tasa de interés hacia un valor más neutral, esto es, compatible con mantener, en el mediano plazo, la inflación cercana a la meta y el producto cercano al potencial. A través de esta política de aumentos graduales y pausados en la tasa de política monetaria se reduce el riesgo de tener que introducir, más adelante, alzas más abruptas en la tasa de interés para mantener –en un horizonte de doce a veinte y cuatro meses- la inflación en torno a la meta. Por lo tanto, señala que también vota por un aumento de 25 puntos base de la tasa de política monetaria.

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

70-01-041112 – Tasa de Política Monetaria.

Se acuerda aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base. Los tramos de la línea de crédito de liquidez se aumenta en 2,25% anual.

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 2,25% anual.

Desde la última reunión, se han acentuado las principales tendencias observadas en ese momento en la economía nacional, con una inflación acotada y una actividad más dinámica. En efecto, el ritmo de crecimiento de la actividad y del gasto interno se ha ubicado por encima de lo previsto en el Informe de Política Monetaria de septiembre. La inversión ha tomado mayor dinamismo, el volumen de exportaciones ha aumentado su crecimiento, mientras los indicadores de consumo no muestran signos de debilidad. Adicionalmente, se observan mejores cifras en el mercado laboral.

En cuanto a la inflación, ésta ha continuado en niveles reducidos, a pesar del mayor precio internacional del petróleo. Esta situación es especialmente evidente en las medidas de inflación subyacente (que excluyen algunos bienes cuyos precios son más volátiles), las cuales siguen presentando bajas tasas de aumento mensual y se ubican por debajo de lo proyectado. El ritmo de aumento moderado de los costos, especialmente los laborales, ha contribuido a mantener acotadas las presiones inflacionarias.

4



El Consejo estima que, a pesar del mayor dinamismo económico, las reducidas presiones inflacionarias actuales y las holguras de capacidad posibilitan, en el escenario más probable, la mantención de una trayectoria de reducción pausada del mercado estímulo monetario. Lo anterior es coherente con una trayectoria esperada para la inflación 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 17.40 horas.

JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Vicepresidente

VITTORIO CORBO LIOI
Presidente

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Consejero

MARÍA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera

NICOLÁS EYZAGUIRRE GUZMÁN
Ministro de Hacienda

MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero

MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALLI
Ministro de Fe



ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION DE POLITICA MONETARIA N° 71
Celebrada el 9 de diciembre de 2004

En Santiago de Chile, a 9 de diciembre de 2004, 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, don Miguel Angel Nacrur Gazali;
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;
Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera Barriga;
Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic Marinovic;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva;
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;
Gerente de Información e Investigación Estadística, don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Comunicaciones, don Eduardo Arriagada Cardini; y
Secretario General, don Jorge Court Larenas.

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

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

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de junio de 2005, para el día 9 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:



A diferencia de lo observado previo a las reuniones de octubre y noviembre, en el último mes no hubo sorpresas significativas en el lado de la actividad, mientras la inflación subyacente se ha acercado a la trayectoria prevista en el Informe de Política Monetaria de septiembre. Ello lleva a mantener el escenario macroeconómico delineado en la reunión pasada. Por un lado, el escenario externo muestra precios del petróleo más cercanos a los esperados para el próximo año en promedio, y la actividad mundial ya da visos de desaceleración especialmente en Europa y Japón. Por otro lado, el precio del cobre se ha mantenido elevado y se continúa esperando un ritmo gradual de alza de tasas en las principales economías. Internamente, la expansividad de las condiciones financieras se ha mantenido, mientras que el gasto interno muestra una leve desaceleración, la actividad económica apunta a un crecimiento del PIB en el año parecido al esperado el mes pasado, de 5,7%, y en el mercado laboral se aprecia un cuadro más positivo. Finalmente, la inflación se ha acercado a una senda coherente con las proyecciones del Informe de Política Monetaria, y los mercados financieros esperan un ritmo de normalización de la política monetaria similar al considerado en la reunión pasada.

Señala el señor García que aunque el escenario externo para la economía chilena continúa siendo muy favorable, ya se comienza a apreciar de manera más nítida que el 2005 presentará un entorno algo menos positivo que el de este año, al menos en términos de crecimiento mundial. El mayor precio del petróleo y la importante depreciación del dólar en los mercados internacionales estarían ya haciendo mella sobre el ritmo de expansión en Europa y Japón, pero sin efectos significativos en la inflación esperada. El precio del cobre se ha mantenido más alto que lo previsto, lo que lleva a elevar el precio esperado para el próximo año en torno a cinco centavos de dólar por libra, con un ritmo de normalización de la política monetaria en las principales economías todavía pausado. A su vez, las condiciones de financiamiento para las economías emergentes siguen siendo favorables.

En los mercados financieros locales la política monetaria continúa siendo expansiva, aunque sin una profundización adicional. Por un lado, las tasas de interés de los documentos del Banco Central han dejado de disminuir, mostrando incluso algunos aumentos, y las tasas de colocación de consumo muestran un alza incipiente, lo que en parte puede vincularse a los incrementos recientes de la tasa de política monetaria. Por otro lado, aunque los distintos agregados monetarios siguen creciendo a tasas importantes, ya no se aprecian desalineamientos significativos adicionales en el comportamiento de los agregados monetarios. La paridad del peso con respecto al dólar ha tenido un cambio significativo en el último mes, pero ello es vinculable con la depreciación del dólar en los mercados internacionales y no con una apreciación real o nominal significativa del peso en términos multilaterales.

Con relación a las cifras de actividad y gasto internas, hace presente que en este mes no hubo sorpresas significativas como las de octubre y noviembre. El ritmo de crecimiento de la actividad industrial estuvo algo por debajo de lo previsto, pero por factores que se estiman transitorios, lo que se compensó en parte con un ritmo de crecimiento de la producción minera mayor de lo proyectado. En términos de gasto interno, los distintos indicadores disponibles muestran que el consumo privado estaría desacelerándose luego de la expansión observada hasta el tercer trimestre de este año, pero en línea con lo esperado hace un mes atrás y de forma coherente con el efecto estimado del mayor precio de los combustibles sobre el ingreso de los hogares.

H
D.



Algo similar indica, se presenta en el volumen de ventas en el mercado inmobiliario, las que luego de incrementarse fuertemente se han mantenido estables, en niveles altos. La formación bruta de capital fijo y el volumen exportado siguen mostrando tasas de crecimiento importantes, en la tendencia del mes pasado, sin que se observe una aceleración adicional. Este conjunto de antecedentes lleva a esperar que el crecimiento del PIB este año alcance a 5,7%, cifra similar a la prevista el mes pasado, mientras que el gasto tendría una expansión de 6,8%, similar a lo considerado en noviembre.

Así, las cifras anteriores muestran que la sorpresiva aceleración del gasto y la actividad no continúa, consolidándose de todas formas un escenario bastante más dinámico que el considerado en el Informe de Política Monetaria. Las distintas medidas de expectativas de hogares y empresas muestran una recuperación relevante, mientras que la información del mercado laboral presenta un escenario más coherente con el cuadro macro y las tendencias de ocupación que se veían hasta hace seis meses atrás.

Por el lado de los precios, la tendencia subyacente de la inflación se ha vuelto a acercar al rango meta, revirtiendo una parte significativa de las sorpresas de meses recientes. Este es además, un fenómeno bastante generalizado, que se aprecia en el conjunto de medidas de inflación subyacente disponibles y en un contexto en que el número de precios individuales que caen se reduce. De este modo, no se considera que en los últimos meses la evolución de los precios subyacentes haya sido incoherente con el ritmo gradual de aumento de los precios hasta el rango meta implícito en el panorama inflacionario previsto en el *Informe* de septiembre. Con todo, se mantiene la evaluación de que este ritmo en el corto plazo podría ser algo más gradual que el considerado en septiembre, debido al comportamiento reciente del dólar y del petróleo, los que inciden en la determinación de los precios internos de los combustibles y de las tarifas reguladas.

I. Escenario internacional

Durante el último mes, señala el señor Gerente, el favorable panorama internacional para la economía chilena se ha mantenido, con alguna mejora en los términos de intercambio, asociada, principalmente, a aumentos en el precio del cobre. El precio del petróleo se encuentra en niveles similares a los de principios de noviembre, manteniéndose el panorama de mediano plazo. El dólar estadounidense continuó depreciándose de manera marcada, en línea con una renovada preocupación de los mercados por el déficit de la cuenta corriente de Estados Unidos de América.

Las proyecciones de crecimiento anual de la actividad mundial para los próximos dos años no muestran revisiones significativas, tanto a paridad del poder de compra como ponderado por socios comerciales. Los indicadores de coyuntura para las economías desarrolladas divulgados en noviembre refuerzan el relativamente favorable panorama previsto para la economía de Estados Unidos de América, en tanto para Japón y la zona euro arrojan señales de cierta debilidad.

Hace presente, que indicadores en Estados Unidos de América del cuarto trimestre muestran un fortalecimiento del consumo, a lo que se agrega que el crecimiento de éste en el tercer trimestre fue revisado al alza. Se destacan las cifras del mercado laboral, las que si bien decepcionaron en el margen, muestran una recuperación en lo que va del año. Asimismo menciona, que se tienen positivos indicadores de actividad industrial y de servicios (ISM), lo que sustenta buenas perspectivas hacia el cierre del año y un ritmo de crecimiento en torno a 3,5% hacia el 2005.

24
D



En Japón, las cifras de crecimiento para este año y el próximo se revisaron a la baja, incorporando principalmente datos del PIB del tercer trimestre, que revelan una dinámica que se ha debilitado, debido principalmente al sector externo. En la zona euro, en línea con lo anticipado, el PIB del tercer trimestre se desaceleró, relacionado también a un crecimiento más débil del sector externo, en una región donde la demanda interna no muestra recuperación. Los indicadores de confianza del cuarto trimestre se han resentido, principalmente por la apreciación del euro, no obstante las perspectivas de crecimiento se mantienen levemente bajo 2% para el 2004 y 2005.

El precio del petróleo registró un importante descenso en el último mes, vinculado principalmente a la desaparición de algunos elementos transitorios que afectaban la oferta y que incrementaban la prima por riesgo de este mercado. No obstante, persisten factores que podrían elevar el precio en el corto plazo. La curva de contratos futuros está plana, sugiriendo que los precios se mantendrían en torno a US\$ 40 por barril hasta bien avanzado el 2005. Indica el señor García, que el panorama para los próximos dos años no cambia respecto de lo considerado en la reunión pasada, estimándose que el 2005 el precio promediaría US\$ 40 el barril y US\$ 33 el 2006.

Por otra parte, señala que en el último mes el precio del cobre continuó con la trayectoria al alza de los últimos meses, promediando US\$ 1,42 la libra en noviembre, con valores *spot* que por momentos se han acercado a US\$ 1,5/libra. Este comportamiento se asocia al crecimiento de la demanda mundial que, junto con una lenta respuesta de la oferta, ha llevado a un continuo descenso de los inventarios a niveles mínimos históricos. También ha contribuido a este proceso la depreciación mostrada por el dólar. Diversos conflictos laborales han aumentado la volatilidad del precio, propiciando la especulación. Hacia el futuro, se espera un descenso gradual del precio, a medida que se materialicen proyectos de inversión. No obstante, estimaciones indican que este mercado se mantendría deficitario durante el 2005, lo que sumado a los niveles con que está finalizando este año, requiere de una revisión al alza en la proyección del año entrante. Se estima que en el 2004 el precio de la libra del metal promediaría US\$ 1,29 y US\$ 1,20 el 2005. Hacia el 2006, se estima que se mantendría en torno a US\$ 1.

En los mercados financieros desarrollados, se mostró en el último mes un aumento en el rendimiento de los bonos de más largo plazo en Estados Unidos de América y una depreciación del dólar. Los bonos a diez años en ese país aumentaron en torno a 10 puntos base respecto de principios de noviembre, ubicándose en la actualidad algo por debajo de 4,3%. Señala el señor García que lo anterior indica que ha estado vinculado a un reforzamiento de las perspectivas de crecimiento de esta economía, así como también a cifras de inflación algo más elevadas. El dólar, por su parte, continuó depreciándose en los mercados financieros internacionales, cayendo en torno a 3% con respecto al euro y al yen.

En relación con los mercados monetarios, la Reserva Federal, en línea con lo esperado, aumentó en 25 puntos base su tasa de política en la última reunión. Asimismo, se afirmaron las expectativas de un alza adicional antes de fin de año. Esto se vincula a la fortaleza que muestran una amplia gama de indicadores de actividad en Estados Unidos de América, junto con señales de un traspaso gradual de los altos precios de los combustibles a inflación. También se ha aplanado la curva de contratos futuros, lo que indica que el proceso de alzas ocurriría antes de lo que se esperaba un mes atrás, no obstante las tasas finalizarían el 2005 en los mismos niveles previstos.

45.



En la zona euro la apreciación de la moneda y los efectos contractivos que ésta pudiese tener sobre una actividad liderada principalmente por demanda externa, junto con la inflación que se mantiene bajo la meta, han retardado hasta bien entrado el 2005 las expectativas del inicio del proceso de normalización de tasas de política.

En las últimas semanas, las condiciones de financiamiento externo para las economías emergentes se han mantenido muy favorables. Si bien el alza de las tasas de interés de bonos de más largo plazo en los mercados desarrollados elevó un determinante referencial clave de su costo de financiamiento, los *spreads* soberanos continúan descendiendo a niveles mínimos históricos, situación apoyada en parte por mejoras en las clasificaciones de riesgo de algunos países. En este contexto continuaron activas las colocaciones de deuda soberana y bonos corporativos, y aumentaron los flujos de fondos dedicados a economías emergentes. Por último, en línea con la depreciación del dólar respecto de otras monedas de economías avanzadas, se observó una tendencia generalizada hacia la apreciación de las monedas locales en aquellas economías emergentes con tipos de cambio flexibles.

II. Mercados financieros

El señor Gerente de Análisis Macroeconómico continúa su exposición señalando, que en los mercados financieros locales la política monetaria continúa siendo expansiva, aunque sin una profundización adicional. Las tasas de interés de los documentos reajustables del Banco Central de Chile incluso superan los niveles de noviembre, trayectoria que también se aprecia en las tasas de las operaciones de los bancos con el público. Las expectativas de inflación se ubican por debajo del centro del rango meta. Aunque los agregados monetarios siguen presentando importantes expansiones, las tasas de variación anual del dinero M1A y M2A se han estabilizado respecto del mes anterior.

Tasas de interés de instrumentos del Banco Central de Chile

Desde la reunión de noviembre, las tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile han presentado comportamientos mixtos. Por un lado, las tasas de interés de los documentos reajustables (BCU) revirtieron la caída del mes anterior, situándose por sobre los valores de los días previos a la última reunión: 2,6% a cinco años y 3,3% a diez. Por otro, mientras las tasas de interés de los Bonos en Pesos a dos años se mantuvieron en torno a 4,1%, las de los Bonos en Pesos de más largo plazo continuaron con la trayectoria a la baja del mes anterior, aunque en menor magnitud, cayendo entre 10 y 30 puntos base respecto de la reunión de noviembre: 5,0% y 6,0%, a dos, cinco y diez años, respectivamente. Las tasas de interés de los PDBC-90 se ubican en valores cercanos a la tasa de política monetaria (2,4%) aunque por debajo de la tasa de captación *prime* a igual plazo (2,8%).

Las expectativas de inflación se han reducido en todas sus mediciones. Estas han estado determinadas por la evolución del tipo de cambio, el precio del petróleo y la inflación efectiva misma. Comparado con los días previos a la reunión anterior, la compensación inflacionaria implícita en los bonos nominales ha caído entre 10 y 40 puntos base, situándose entre 2,3% y 2,6% según el plazo. Las expectativas deducidas de la encuesta a las mesas de dinero a uno y dos años cayeron hasta en 25 puntos base en relación con el cierre de la reunión anterior: 2,55% y 2,75%, respectivamente. Asimismo, la encuesta de expectativas de diciembre muestra una leve reducción en la inflación esperada a un año, pues cae a 2,8% a un año y, se mantiene en 3,0% a dos años.

W
D.



Con estos antecedentes, indica, se puede explicar la menor pendiente de la curva *forward* y por tanto expectativas de desaceleración de la tasa de política monetaria. Se anticipa un aumento de la tasa de política monetaria del orden de 110 puntos base en los próximos seis meses y de otros 80 puntos base en los siguientes seis. Respecto de lo esperado para septiembre del 2006 en el último Informe de Política Monetaria, la curva *forward* actual considera un aumento adicional para la tasa de política monetaria del orden de 50 puntos base. En tanto, la encuesta de expectativas de diciembre, considera un aumento de la tasa de política monetaria de 25 puntos base este mes y de 100 puntos base más a un año plazo.

Agregados monetarios

Durante noviembre, los agregados monetarios continuaron con importantes tasas de expansión anual, aunque en el caso del M1A ésta alcanzó un valor algo inferior al del mes anterior (28,6% que se compara con el 30,5% de octubre), dando cuenta de una estabilización de la tasa de crecimiento de este agregado. Señala que en este mes, la proyección de corto plazo de la demanda por M1A presentó una desviación mínima, pero los errores de la proyección de largo plazo registraron una desviación estadísticamente significativa. La tasa de crecimiento anual del M2A se mantuvo en torno a 20%, mientras la del M7 aumentó hasta 10%.

Condiciones de crédito y financiamiento

Durante noviembre la deuda bancaria continuó con el dinamismo de los meses previos, registrando una variación anual de 11,8%, la más alta desde fines del 2001. Por tipo de crédito, las colocaciones tanto de consumo como de vivienda mantuvieron tasas de crecimiento del orden de 20%. Los resultados de la encuesta de crédito bancario del Banco Central de Chile de noviembre señalan: por el lado de la oferta, un escenario en que las condiciones de crédito no cambian respecto del trimestre anterior y, por el lado de la demanda, un mayor interés de las personas por sustituir el financiamiento de otras fuentes. La tasa de interés promedio ponderada de los créditos de consumo registró un incremento (80 puntos base) en noviembre respecto del mes anterior. Las tasas de interés de las letras de crédito hipotecario en UF se mantienen en niveles similares a los de septiembre y octubre: con clasificación AA, duración de 5 a 6 años y tasa facial entre 4%-5%, promediaron 3,8% en noviembre y las con tasa facial entre 5%-6% promediaron 4%.

Señala el señor García, que los préstamos a empresas continúan consolidándose al registrar un incremento anual del orden de 10% durante noviembre, la mayor cifra desde fines del 2001. El financiamiento distinto del crédito bancario tradicional continuó con importantes variaciones anuales: *factoring* 200% y *leasing* 22%. La tasa de interés promedio ponderado de los créditos comerciales fue de 8,0% en noviembre, 80 puntos base superior a la del mes anterior. De acuerdo con la encuesta sobre el crédito bancario del Banco Central de Chile, la oferta de crédito destinada a las empresas continuaría expandiéndose, con excepción del segmento de las pymes, donde las condiciones de otorgamiento de crédito no presentaron cambios en relación con la encuesta anterior. También existe una percepción de mayor dinamismo en la demanda de las empresas por créditos, la que es atribuida a aumentos de la inversión y mayores necesidades de capital de trabajo.

H
D



Durante noviembre continuó la emisión de bonos corporativos, por un total de UF 10 millones, cifra inferior a la del mes anterior (UF 15 millones), pero que en el año permite acumular emisiones por UF 62 millones, algo más de 50% del total emitido el 2003. Esta vez las emisiones tuvieron principalmente fines mixtos: reestructuración de pasivos e inversión. Para los próximos dos meses, se anuncian emisiones por un total de UF 20,7 millones, destinados principalmente a refinanciar pasivos.

Bolsa

Desde la última reunión, el IPSA recuperó gran parte de la caída de octubre. La buena evolución de este indicador ha estado vinculada, principalmente, a las noticias del lado de la actividad. Así, desde los días previos a la reunión de noviembre, el IPSA acumula un aumento de 3,5% en pesos y 6,9% en dólares; y en el año, de 21,4% y 23,7% en pesos y dólares, respectivamente. Los volúmenes transados durante noviembre alcanzaron un promedio de \$ 50.700 millones diarios, superior a los \$ 40.000 millones del último trimestre y a los \$ 37.300 millones de noviembre del 2003.

Cabe destacar señala, la menor correlación de la bolsa local con la de Estados Unidos de América, lo que indica que la evolución de la bolsa nacional ha estado más bien determinada por noticias del ámbito local. Desde la reunión de noviembre el *Dow Jones* aumentó solo 0,7% y el *Nasdaq* 4,4%, acumulando en el año variaciones de 0,9% y 7,4%, respectivamente.

Tipo de cambio

En los últimos días, el tipo de cambio nominal se cotiza en torno a \$ 580 por dólar, registrando, desde la última reunión, una apreciación de 3,5%. Esta variación se asocia principalmente a la depreciación internacional del dólar (2,4% medido a través del *Board Index* en igual período).

En términos multilaterales la apreciación ha sido menor, pues la caída del dólar se ha compensado por el fortalecimiento de monedas como el euro, yen y real. Así, desde la anterior reunión el TCM y el TCM5 disminuyeron 1,4% y 1,5% respectivamente.

La evolución esperada del tipo de cambio nominal, bajo las expectativas que se recogen de la encuesta del Banco Central de Chile de diciembre, señala una depreciación de la moneda local de 2,7% en doce meses, cifra que llegaría a 6,2% en 24 meses, equivalentes a valores de \$ 600 y \$ 620 por dólar, respectivamente.

Por su parte, el valor del tipo de cambio real estimado para noviembre es algo inferior al de octubre y septiembre (99,6), mientras que el TCR-5 disminuye marginalmente respecto del mes anterior (0,1%). Si bien el tipo de cambio real es similar al registrado en octubre del 2003, en ese momento el tipo de cambio nominal promediaba \$ 646 por dólar, lo que revela la magnitud de los movimientos entre las principales paridades.

III. Demanda y cuentas externas

Indica el señor Gerente de Análisis Macroeconómico, que se espera que en el año 2004 la demanda interna crezca casi un punto más que el PIB (6,8%), de manera similar a lo esperado hace un mes atrás. En todo caso, las cifras coyunturales y las que se anticipan preliminarmente para el primer trimestre del próximo año están inusualmente contaminadas por la volatilidad efectiva de las existencias de la gran minería del cobre, así como por problemas administrativos en su medición.



La formación bruta de capital fijo se espera continúe con gran dinamismo, aportando de forma importante al crecimiento de la demanda interna. Las exportaciones e importaciones, en tanto, mantendrán un relevante dinamismo.

Consumo y existencias

En noviembre las expectativas de los consumidores medidas por *Adimark* aumentaron (49,4; +4,5 puntos porcentuales), alcanzando el mayor valor de los últimos siete meses. Este aumento del optimismo se reflejó en todos los componentes del índice, destacando la positiva evolución de las expectativas del país a corto y mediano plazo.

En el cuarto trimestre, la mayor parte de los indicadores parciales de consumo privado, en especial los de consumo habitual, muestran un menor dinamismo respecto del trimestre previo, lo que ya estaba considerado hace un mes. Ello es coherente con el impacto estimado del precio de los combustibles en el ingreso real de los hogares.

Los componentes del consumo durable, en tanto, tienen evoluciones mixtas. Destaca el comportamiento de las ventas de automóviles nuevos —13.500 unidades en octubre—, con ventas acumuladas en el año que superan las unidades vendidas en todo el 2003.

De acuerdo con el indicador mensual de confianza empresarial, tanto el comercio como la industria estiman su actual nivel de existencias por sobre lo deseado. Sin embargo, considerando las expectativas optimistas que presentan ambos sectores respecto de la actividad económica de mediano plazo, se espera que el ajuste provenga de un aumento en las ventas y no de una menor producción. Minería, en tanto, luego de la gran desacumulación del último mes, presenta un nivel de existencias insuficiente.

Formación bruta de capital fijo

En noviembre las expectativas empresariales medidas por el indicador mensual de confianza empresarial aumentaron. Aun cuando entre sectores el comportamiento fue disímil, todos se encuentran en niveles considerados optimistas (más de 50). El aumento del indicador mensual de confianza empresarial se asoció principalmente con la construcción, que aumenta desde mayo, alcanzando el mes pasado su máximo desde que existe registro, y liderando el índice general por segundo mes consecutivo.

En cuanto a la rentabilidad de los negocios, las cifras recogidas en las Fecu de la Superintendencia de Valores y Seguros muestran un aumento en el tercer trimestre del 2004. En particular, las empresas exportadoras presentaron aumentos importantes —debido principalmente a la mayor rentabilidad del sector industrial— mientras que el comercio volvió a reducir su rentabilidad. La rentabilidad de los sectores ligados a los recursos naturales, en tanto, presentó aumentos significativos.

Respecto de la formación bruta de capital fijo, se espera que continúe con un importante dinamismo en el cuarto trimestre. Esto basado principalmente en el comportamiento del componente maquinaria y equipos (M&E) (41% de la formación bruta de capital fijo) y, en particular, en las importaciones de bienes de capital (95% de M&E).

H
e.



Respecto del componente de edificación de la inversión —32% de la FBKF— se aprecia un menor dinamismo, reflejado en el desempeño del índice sintético de cuenta nacionales y las ventas de viviendas de la Cámara Chilena de la Construcción (CChC) en octubre.

Política fiscal

En septiembre los ingresos presupuestarios aumentaron 18,5% anual, de los cuales 16,6 puntos porcentuales se explicaron por los ingresos tributarios netos (12,6% anual) y del cobre bruto (232,1%). Los gastos presupuestarios, en tanto, crecieron 5,6% anual, en línea con los meses anteriores. El balance global presupuestario acumulado a julio llegó a 2,2% del PIB, mientras el balance total acumulado alcanzó a 1,8% del PIB, en línea con el superávit global de 1,9% esperado para este año.

El porcentaje de avance de los ingresos sobre lo presupuestado sigue siendo mayor que en años anteriores, producto de un mejor precio del cobre y de una mayor recaudación tributaria. En tanto, los gastos están levemente por sobre lo observado en años anteriores.

Sector externo

En noviembre, las exportaciones e importaciones alcanzaron a US\$ 2.611 y US\$ 2.300 millones, con crecimientos de 53% y 40% anual, respectivamente.

Para diciembre, en tanto, las exportaciones e importaciones se estima alcanzarán US\$ 2.950 y US\$ 2.160 millones, correspondiente a crecimientos anuales de 57% y 33%, respectivamente.

Para el cuarto trimestre se espera que el crecimiento del quantum exportador continúe aumentando, pero a un menor ritmo que el trimestre anterior. Señala el señor García, que destaca el buen desempeño de las exportaciones industriales y agropecuarias en lo que va del trimestre. Los precios, en tanto, se espera aumenten para todos los sectores. El año finalizará con un incremento de los volúmenes exportados superior al observado en el 2003.

El volumen de las importaciones para el cuarto trimestre crecería algo por debajo de lo anotado el cuarto anterior, aunque siempre en tasas cercanas al 20%. Respecto de los precios de las importaciones totales, el incremento del cuarto trimestre está influido de modo importante por el precio del petróleo.

La cuenta financiera a septiembre del 2004 registra un egreso neto de US\$ 1.771 millones, y de -US\$1.791 millones si se excluyen los activos de reservas. Ello es producto de egresos netos de inversión de cartera (US\$ 3.044 millones), de otra inversión (US\$ 3.101 millones), y de derivados financieros (US\$ 18 millones), contrarrestados por ingresos netos de inversión directa (US\$ 4.366 millones). Destaca el nivel positivo de la cuenta financiera del tercer trimestre, por una operación de inversión directa en el sector de telefonía. En el valor acumulado al tercer trimestre, cabe señalar el incremento de los activos netos por inversión de cartera de las Administradoras de Fondos de Pensiones, los prepagos de deuda externa del sector privado y la reinversión de utilidades por parte de las empresas extranjeras, las que han recurrido a esta vía de financiamiento en lugar de traer aportes directos de capital.

4
De



IV. Actividad y empleo

En octubre, el crecimiento de la actividad continuó con el dinamismo de los meses previos. Por sectores, en la minería destacó la mayor producción de Codelco debido a la normalización de saldos de envíos y retornos acumulados en meses previos. En industria, los sectores productores de bienes ligados a la inversión continuaron creciendo (5,5%). El sector comercio, en tanto, siguió mostrando tasas de variación anual crecientes.

Para el cuarto trimestre se anticipa que el ritmo de crecimiento del PIB se mantendría respecto del trimestre precedente. Por sectores, destaca comercio, minería y construcción. El PIB cerraría el 2004 con un incremento de 5,7%, equivalente al proyectado la reunión anterior.

Mercado laboral

En el trimestre móvil finalizado en octubre, el mercado laboral continuó con los signos positivos del período previo. El empleo tuvo un incremento en términos desestacionalizados, y a nivel sectorial sobresale la estabilidad del empleo asalariado y el repunte persistente de la ocupación ligada a la construcción. Otras fuentes que corroboran esta visión positiva son los afiliados a las Administradoras de Fondos de Pensiones y el empleo de asalariados reportado por la Asociación Chilena de Seguridad. Descontando efectos estacionales, la tasa de desempleo se mantuvo estable respecto del trimestre móvil anterior y la participación de la fuerza de trabajo continuó en aumento. Destaca, también, la mejora en las expectativas de los agentes respecto del mercado laboral en los próximos meses. El crecimiento anual de las vacantes de trabajo, por su parte, cayó luego de más de un año de aumentos sostenidos.

El empleo nacional registró una importante recuperación en el trimestre móvil finalizado en octubre, con un crecimiento anual de 2,7%. Descontando efectos estacionales, se crearon cerca de 35 mil puestos de trabajo respecto del trimestre móvil anterior, producto tanto del mayor impulso fiscal como privado.

Por categorías, el empleo asalariado mantuvo niveles altos y el por cuenta propia aumentando, deshaciendo casi completamente la fuerte caída de nivel desestacionalizado de principios del 2004. En términos de variación anual, el empleo asalariado creció 3,4% en contraposición al 0,3% por cuenta propia.

El empleo en la construcción tuvo un importante dinamismo por tercer mes consecutivo. El empleo ligado a industria, por su parte, registró bajo dinamismo tanto según la información del Instituto Nacional de Estadísticas como de la proveniente de la Sociedad de Fomento Fabril.

El empleo del resto de los sectores económicos presenta una dinámica acorde con las buenas noticias a nivel agregado.

En el trimestre móvil finalizado en noviembre, las vacantes cayeron 2,7% en doce meses, luego de más de un año de variaciones anuales positivas. La observación de la curva de *Beveridge* —que relaciona la tasa de desempleo con las vacantes como proporción de la fuerza de trabajo— para noviembre volvió al intervalo de confianza emanado de la estimación de la curva, luego del desalineamiento de septiembre.

4
De.



Asimismo, señala el señor García, la tasa de desempleo nacional llegó a 9,4%, 0,6 punto porcentual mayor que igual mes del 2003. Eliminada estacionalidad, se situó en torno a 9,0% por cuarto mes consecutivo. Lo anterior se explica tanto por el aumento en el nivel de desempleo como en la tasa de participación. La tasa de desempleo primaria desestacionalizada se situó en 6,8%, confirmando el perfil descendente iniciado en agosto.

Las expectativas de las personas y empresas respecto del mercado laboral mejoraron. Según la información de *Adimark* sobre la percepción de los agentes en cuanto a la evolución del desempleo a nivel nacional en los próximos doce meses, en noviembre se confirmó la recuperación por segundo mes consecutivo. Por el lado de las empresas, el indicador mensual de confianza empresarial (IMCE) de noviembre, señala que los empresarios se mantuvieron optimistas respecto del empleo en los próximos tres meses, mejorando respecto del mes previo para los sectores industria y construcción.

V. Precios

En noviembre el IPC tuvo una variación de 0,3%, cifra que fue de 0,2% para el IPCX e IPCX1. Así, el incremento en doce meses del IPC llegó a 2,5%, mientras que el del IPCX se situó en 1,4% y el de IPCX1 en 1,0%. Con estos valores, todas las medidas de inflación presentan un alza respecto de la trayectoria de los últimos meses.

En noviembre los mayores incrementos de precios se observaron en los grupos Alimentación, Salud, Transportes y Equipamiento de la Vivienda. Mostraron disminuciones moderadas de precios los grupos Otros, Vivienda y Vestuario; Educación y Recreación no presentaron variación.

Respecto de la proyección incluida en la reunión anterior, la variación del IPC e IPCX resultaron 0,2 punto porcentual mayores, mientras la del IPCX1 se subestimó en un 0,1 punto porcentual. Las mayores sorpresas se atribuyen a Alimentos y Vivienda, esta última principalmente influenciada por una baja menor que la estimada en la tarifa del agua potable.

Descontada estacionalidad, el promedio móvil trimestral de la inflación anualizada aumentó para todas las medidas, observándose una aceleración mayor, aunque acotada para el caso del IPCX1.

Todas las medidas alternativas de inflación subyacente, el IPCX2 y las medias podadas del IPC, IPCX e IPCX1 aumentan.

En cuanto al promedio móvil trimestral de la variación mensual del IPCX1, todas las medidas aumentan respecto del mes anterior.

En noviembre se observó una disminución de los ítems que bajan de precio, contrastando con un incremento de los que suben de precio y de los que no varían. Para los tres casos se observa una continuación de la trayectoria de los últimos meses.

El índice de precios al productor (IPP) tuvo una variación anual de 15,4% (14,9% el mes anterior), afectado de modo importante por el precio del cobre. Los precios del IPP con coincidencia en el IPCX1 (IPPX3) acumularon una variación anual de 0,7% (0,8% el mes anterior).



Márgenes

Los márgenes de comercialización presentaron comportamientos disímiles durante noviembre. Por una parte, el margen IPCX1/IPP se mantiene, mientras que, por otra, el margen IPC/IPM para bienes durables aumenta, de la mano de la apreciación del peso.

Costos laborales

En octubre la tasa de crecimiento anual del costo de la mano de obra total disminuyó a 3,1%, mientras que, excluyendo minería y electricidad, gas y agua (CMOX), aumentó a 2,4%. La tasa de crecimiento anual de las remuneraciones por hora bajó tanto para cifras reales como nominales. Excluyendo a los recursos naturales (IREMX) el índice se mantuvo constante.

En cuanto a los costos laborales unitarios, su tasa de variación anual permanece en cifras negativas. En el caso del costo laboral unitario sin electricidad, gas y agua ni minería (CLUX) continúa descendiendo debido a los incrementos de productividad.

Perspectivas de inflación en el corto plazo

Concluye su exposición el señor Gerente de Análisis Macroeconómico señalando que en diciembre, el IPC tendría una variación mensual de -0,3%, con lo que su tasa de variación en doce meses se situaría en 2,5%. La inflación negativa del mes está fuertemente determinada por el descenso en el precio del petróleo. El IPCX y el IPCX1 registrarían incrementos mensuales de 0,3% y 0,2% respectivamente, correspondientes a variaciones anuales de 1,8% y 1,2%.

Respecto de la reunión de noviembre, y en línea con los acontecimientos recientes, se modifican a la baja el precio del petróleo y el tipo de cambio. En el primer caso se considera un precio promedio de US\$ 44 el barril para el último trimestre del año (US\$ 46,6 la reunión anterior) y de US\$ 42 (US\$ 44 la reunión anterior) para el primer trimestre del 2005. En cuanto a tarifas, dado el comportamiento del precio del diesel y del tipo de cambio, el alza de \$ 20 de la tarifa de la locomoción colectiva de noviembre se revertiría totalmente en enero. El cambio en el decreto tarifario del sector telefónico no implica diferencias importantes respecto de estimaciones previas, aunque la fecha de entrada en vigencia se posterga de diciembre a enero, afectando la inflación de ambos meses. Para fines del primer trimestre, la inflación del IPC sería de 2,8% anual y la del IPCX e IPCX1 de 2,5% y 2,2%, respectivamente.

Estimaciones a partir de modelos alternativos arrojan una menor inflación IPCX1. Para diciembre se espera una variación en doce meses de 2,7% y 2,4% para el IPC; de 2,0% y 1,8% para el IPCX, y de 1,3% y 1,1% para el IPCX1, usando el modelo por componentes y el vector autoregresivo respectivamente.

El Presidente, señor Corbo ofrece la palabra para comentarios respecto al diagnóstico presentado por el Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Pablo García.

En relación a las tasas de interés de los documentos del Banco Central, el señor Ministro de Hacienda consulta sobre la reducción de la tasa neutral.

H. e.



El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Pablo García, señala que los estados financieros muestran que luego del alza de las tasas en septiembre se produjo un incremento importante en el conjunto de tasas de interés y, a continuación comenzaron a disminuir, situación que dura básicamente hasta la última Reunión de Política Monetaria. Desde ese momento a la fecha se tiene que, en su conjunto las tasas más bien cortas se han mantenido con su tendencia al alza, mientras que las tasas de más largo plazo, como las del BC10, han continuado disminuyendo.

Sobre el mismo tema, interviene también el Consejero señor Manuel Marfán, quien expresa que la curva forward implícita de la tasa de política monetaria estaría convergiendo a una cifra, si recuerda bien, inferior en torno a un 5%. Indica que la tasa neutral que esperaría el mercado, que estaría implícito y que en el mes de septiembre pasado para el IPOM tenía una diferencia de largo plazo cercana a 200 puntos base respecto a la actual. Es decir, si se interpretara así, sería una caída sustantiva de la tasa de interés neutral que esperaría el mercado.

El Gerente de División Estudios, señor Rodrigo Valdés, indica que desea hacer una aclaración que cree relevante, en cuanto a que las tasas neutrales se tienden a pensar en términos reales y después a normalizarlas de alguna manera, porque existen muchos premios que entendemos en las tasas nominales. Cree que es preferible ver tasas reales neutrales en las tasas en UF a donde se está convergiendo, y después hacer la composición, pensando en cuánto es la expectativa de inflación, que estima difícil sea distinto a 3%.

Ante diversos comentarios de los señores Consejeros y otros participantes sobre el tema de la acumulación de existencias sobre el PIB que estaría algo por sobre el 1%, en lo cual tiene incidencia importante el comportamiento de las exportaciones, el Gerente de Análisis Macroeconómico, señor García, explica que hay dos fenómenos que están ocurriendo en lo que a la Gran Minería del Cobre se refiere, y que van en direcciones opuestas. Por un parte, las mineras están en un proceso de desacumulación de existencias que se produjeron entre el segundo y tercer trimestre de este año, y que es de magnitud bastante significativa. Sin embargo, por otro lado, se ha presentado un retraso importante en la legalización de las exportaciones que están ocurriendo en la actualidad y que, por lo tanto entran en el registro de Balanza de Pagos. Lo anterior, señala el señor García, ha llevado a que las cifras que se reporten de exportaciones, en particular para el cuarto trimestre del año, se hayan corregido, de manera bastante importante a la baja. En efecto, pasaron de un 28% de crecimiento en doce meses a un 10%.

Sobre el particular, el Gerente de Información e Investigación Estadística, señor Ricardo Vicuña, señala con respecto a lo anterior, que se trata de un problema administrativo, que dice relación con la forma en que los exportadores embarcan las mercancías, que tienen un plazo legal de 25 días para oficializar el embarque ante el Servicio Nacional de Aduana. Explica dicho Gerente, que las cifras que se utilizan en cuentas nacionales son oficiales una vez formalizadas estas operaciones y que habitualmente hay un rezago entre lo que se embarca y el período en que se oficializa. Agrega, que a partir de septiembre-octubre de este año, se ha observado un desfase, un alargamiento de los plazos en que las empresas oficializan sus embarques, al punto que en el mes de noviembre, por ejemplo, en el caso de la minería, habitualmente en el mes en curso se oficializaba aproximadamente un 30%, sin embargo, en esta oportunidad no se formalizó nada de lo que se embarcó. Asimismo, según las consultas efectuadas a través de las propias empresas Codelco y Escondida, éstas señalan haber efectuado los embarques, pero no figuran en las cifras de exportaciones que informa Aduana. En consecuencia, señala que aparece como una acumulación de existencias, pero es un tema netamente contable. Este tema no se soluciona con pedir la información directamente

4
D



de las empresas, ya que se produciría un problema de balanza de pagos, al no coincidir esta información con la estadística del Servicio Nacional de Aduanas.

En cuanto al mercado laboral, el Consejero señor José De Gregorio, consulta en relación a la encuesta especial a los desocupados, que realiza la Universidad de Chile, sobre el aumento que se presenta de aquellas personas que buscan mejores alternativas de trabajo.

A lo anterior, el Gerente de Análisis Macroeconómico, señor García, señala que allí, efectivamente, se muestra el caso de las personas con retiro voluntario, que invocan como razón de esta circunstancia, la búsqueda de mejores expectativas, o una percepción de malas condiciones de trabajo. Entonces, señala el señor García, que ambas razones podrían entenderse que dan cuenta que algo de la mayor desocupación que se muestra obedecería a decisiones voluntarias para buscar mejores oportunidades de trabajo.

El señor Ministro de Hacienda, consulta la causa de la sorpresa positiva que se presenta en el IPCX1, a lo cual el señor García responde que la explicación estuvo en el rubro salud y, también en algunos componentes de alimentos no perecibles, pero que no se vinculan con la guerra de supermercados.

El Presidente, señor Vittorio Corbo, suspende la Sesión a las 13:10 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° 71.

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

El señor Gerente de División Estudios hace presente lo siguiente:

1. En la reunión de política monetaria de noviembre, el Consejo decidió aumentar la tasa de interés de política en 25 puntos base hasta 2,25%, lo que se enmarcó dentro de una estrategia de normalización pausada de la política monetaria. El principal argumento detrás de esta decisión fue el aumento del ritmo de crecimiento de la economía, especialmente de la inversión, que se ubicaba por encima de lo previsto en septiembre. La inflación, por su parte, continuaba en niveles reducidos, situación especialmente evidente en las medidas de inflación subyacente, las que además aumentaban menos de lo proyectado. En el comunicado respectivo, el Consejo comunicó que, a pesar del mayor dinamismo económico, las reducidas presiones inflacionarias permitían mantener una trayectoria de reducción pausada del estímulo monetario.
2. La minuta de antecedentes preparada para esta reunión da cuenta de que, a diferencia de los últimos dos meses, las cifras de crecimiento no dan señales de una aceleración adicional y son comparables a las de los últimos meses. Además, se observa que la inversión sigue aumentando en la tendencia del mes pasado, los indicadores de consumo son algo menos dinámicos que en el tercer trimestre aunque dentro de lo esperado, el



mercado del trabajo ha seguido mostrando cifras más positivas y coherentes con el panorama macroeconómico, y los indicadores de expectativas de consumidores y empresas han mejorado. También, pero a diferencia de los últimos dos meses, las medidas de la tendencia inflacionaria han repuntado desde niveles reducidos, no obstante el ritmo de aumento de los costos sigue siendo acotado y las distintas medidas de expectativas de inflación se mantienen por debajo de 3% (lo que es más notorio en el caso de la compensación inflacionaria). Con las últimas cifras, la inflación subyacente IPCX1 se ha acercado a la trayectoria prevista en el Informe de Política Monetaria de septiembre. En todo caso, la disminución del precio del petróleo y la depreciación del dólar en el mundo hacen prever que la inflación IPC en el corto plazo será reducida.

3. Con los antecedentes acumulados, las opciones más plausibles para esta reunión son mantener la tasa de política monetaria en su nivel actual o aumentarla en 25 puntos base.
4. Señala que, al igual que en los últimos meses, no hay antecedentes que justifiquen la opción de disminuir la tasa de interés.
5. Un primer aspecto a considerar para evaluar las opciones propuestas es si los antecedentes acumulados son o no suficientes para modificar la estrategia de normalización pausada de la política monetaria considerada desde septiembre (que en principio involucra aumentos de la tasa de política monetaria algo menores que 50 puntos base por trimestre). En la reunión pasada se mantuvo esta estrategia a pesar del mayor crecimiento de la actividad, gracias a que la inflación era baja y las presiones de costos se mantenían bien acotadas. Este mes las cifras indican que la situación de crecimiento mayor al proyectado en el Informe de Política Monetaria de septiembre se ha consolidado —lo que implica un cierre de holguras más rápido que lo anticipado en septiembre— y, la inflación subyacente IPCX1 se ha acercado al escenario previsto en el Informe de Política Monetaria, aunque no por completo, junto a costos que se mantienen acotados e incluso disminuyendo, como el precio del petróleo. Este conjunto de antecedentes es coherente con mantener el mismo ritmo de normalización o aumentarlo levemente. Esto mismo hace pensar que no hay antecedentes suficientes para justificar un aumento de 50 puntos base en esta reunión. Con todo, se puede descartar que la información acumulada justifique una reducción en el ritmo de normalización.
6. De esta manera, y si además se toma en cuenta que en la reunión pasada se aumentó la tasa de interés, se estima que tanto la opción de mantener como la de aumentar la tasa de política monetaria en esta reunión tienen cabida dentro de la estrategia de normalización pausada. En efecto, este ritmo pausado puede involucrar tanto alzas sucesivas durante algunos meses como pausas en otros.
7. Por lo anterior, se estima que las consideraciones estratégicas no parecen suficientes para justificar qué opción es la más adecuada en esta reunión, por lo que en esta oportunidad se le debe dar una mayor ponderación a los aspectos tácticos. Al respecto cabe mencionar lo siguiente:
 - (i) Una mayoría del mercado y analistas, aunque no en forma unánime, espera un aumento de la tasa de política monetaria de 25 puntos base en esta reunión. Ello implica que un aumento no debería tener grandes efectos en precios financieros, como las tasas de interés de mediano y largo plazo o el tipo de cambio. La mantención, por el contrario, sí podría tener efectos, depreciando el tipo de cambio y disminuyendo las tasas de interés de mediano y largo plazo. Las magnitudes involucradas no deberían ser sustanciales si se entiende que el proceso de normalización continúa siendo el mismo.

4



- (ii) Desde el punto de vista comunicacional, es difícil explicar una eventual mantención. Para el mercado, el mayor crecimiento de la actividad parece consolidarse, las expectativas son crecientemente positivas, la inflación del mes estuvo por encima de lo que se preveía y la inflación anual ya se ubica en el rango meta. Todos estos eventos apoyan un aumento de la tasa de política monetaria cuando la tasa de interés neutral se ubica muy por encima de ella. Más aún, la mantención arriesga confundirse con una reacción a *shocks* de oferta —menor precio del petróleo y menor tipo de cambio nominal bilateral— elementos que no han sido decisivos en la estrategia de política en lo más reciente.
- (iii) Si se quiere mantener la estrategia de normalización en los próximos meses, es muy probable que sea necesario aumentar la tasa de política monetaria en enero si no se aumenta en esta reunión. Ello arriesga cierta confusión, ya que la inflación será probablemente bastante reducida debido a la caída del precio de los combustibles. En parte esto ya se refleja en expectativas de inflación de mercado acotadas a pesar del escenario de crecimiento.
- (iv) Finalmente, parece recomendable aprovechar oportunidades en que un cambio de tasas es esperado y coherente con la estrategia de normalización. Ello permite validar dicha estrategia sin sobresaltos y acercar la tasa de política monetaria hacia un nivel más neutral, que en todo caso sigue estando sustancialmente por encima de los valores que alcanza la tasa de interés en la actualidad. En esta oportunidad, además, se estaría validando una trayectoria de tasas de mercado que parece ser coherente con la estrategia planteada.

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

El Gerente de Investigación Económica, señor Klaus Schmidt-Hebbel señala que este es un mes en el cual no ha habido muchas noticias anticipadas respecto a un mes atrás. Sin embargo, hay una que es la confirmación de una senda del más vigoroso crecimiento del producto y del empleo agregado, en relación a lo anticipado en el escenario base del IPOM de septiembre y, en el margen algo respecto al mes pasado, con cifras de crecimiento marginal que deben situarse, seguramente, en torno al 6%. Un crecimiento del empleo nacional de 3,4%, un crecimiento de la ocupación de empresas que se utilizan en DHS que se dio a conocer esta mañana, de 4,7% en octubre. Se está consolidando un panorama mucho más auspicioso que el de septiembre incluso en el margen más que el de noviembre pasado. Otra sorpresa que refuerza las mejores perspectivas del crecimiento de mediano plazo es el alto y aún inexplicable o quizás habría que decir inexplicado crecimiento de los agregados monetarios amplios M2 y M7 donde persisten las sorpresas de errores grandes. Aunque los agregados monetarios no son buenos proyectores de la actividad ni la inflación en el corto plazo, sí parecen serlo para la actividad (eso también en el mediano plazo) en conjunción con un alto crecimiento del crédito, que es un punto que se destacó esta mañana. El crecimiento de los agregados monetarios anticipa una senda de crecimiento por los siguientes dos años y, claramente si son un predictor de alguna fuerza. Esto se refuerza con estas sorpresas de este mes que persisten a los meses anteriores. Por lo tanto, la implicancia de esto que acaba de anticipar un cierre más rápido de las brechas negativas actuales de actividad y empleo, más rápido de lo anticipado hace tres meses, hace dos meses y también hace un mes atrás.

Handwritten signature or initials in blue ink.



Por ejemplo, el cierre completo de las brechas se anticipa en un año, en relación a lo proyectado implícitamente en el IPOM de septiembre, desde el año 2007 al año 2006. La implicancia de esta política monetaria es obvia porque la normalización de la tasa de política monetaria debería ser correspondientemente menos pausada que en septiembre. Si por ejemplo, el cierre de brechas se alcanza a fines del 2006, que es una posibilidad, entonces se debería alcanzar niveles neutrales de la tasa de política monetaria hacia fines del 2005, suponiendo un rezago promedio de 12 meses.

Si la tasa neutral se situara por ejemplo en 6%, una cota baja desde el punto de vista del mediano plazo de la economía chilena, la distancia entre ahora y el nivel actual de la tasa de política monetaria y la tasa neutral de 6% significaría alzas promedio de por lo menos 25 puntos base mensuales y quizás cercanos a 30 puntos base mensuales.

Por otra parte, hay riesgos deflacionarios que se señalaron muy explícitamente esta mañana, riesgos deflacionarios que implicarían desvíos del escenario central. El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Pablo García, presentó esta mañana un escenario con mayor apreciación del peso, y/o menor precio del petróleo, o ambos combinados, con consiguientes caídas de la inflación IPC total desde 2,8% en 12 meses a marzo del 2005 en el escenario central, a 1,9% a marzo del 2005 en este escenario alternativo de combinación de apreciación con menor precio del petróleo. Sin embargo, y eso es interesante, la inflación IPCX1 subyacente no se ve afectada en nada en este escenario alternativo. Y por tanto el riesgo de presión deflacionaria es de corto plazo y afecta principalmente los componentes no subyacentes del IPC.

Por lo tanto, en su opinión, domina la necesidad de continuación de normalización de la tasa de política monetaria reforzada por un cierre que se encumbra como más rápido de las brechas de actividad y empleo durante el horizonte de proyección y de política y, en consecuencia, cree que se justifica plenamente un alza de 25 puntos base.

El Gerente de Análisis Internacional, señor Sergio Lehmann señala que comparte la presentación que ha hecho la Gerencia de División Estudios, y hace un breve comentario en relación al ejercicio que se hizo al final, respecto a escenarios alternativos donde se nos presentó, efectivamente, dos posibilidades, una es el petróleo más bajo de lo que se proyecta en este escenario central y el tipo de cambio también más bajo de lo que puede estar en el mismo escenario.

Ambos escenarios tienden a hacer pensar que, más bien se está pensando en un sesgo hacia la baja de la inflación, dados los resultados que arrojan distintos aspectos del IPC. Sin embargo, cree que habría que ser más cauto, al menos con respecto al precio del petróleo. En ese sentido cree que es importante recordar algunos elementos que hacen pensar que al menos el precio del petróleo se va a mantener realmente alto en los próximos meses en el mediano plazo. En primer término, hay elementos relativos al escenario corriente que producen incertidumbre del mercado y no se dejan anticipar en el mediano plazo. En segundo lugar, la OPEP ha manifestado de cierto modo que no hay interés, de hecho la capacidad tampoco es demasiado holgada en ese sentido, para aumentar producción, más aún algunos países han dado manifiesto interés en reducirla. Un tercer elemento que es importante también recordar, se refiere a las condiciones climáticas. Todavía no empieza el invierno en el hemisferio norte, y pensando que se presente un invierno más helado como el que se anticipa para las próximas semanas, podrían verse presiones sobre el precio del petróleo, por lo tanto una caída brusca, que en el escenario se ve poco plausible. Y, como último elemento, señala que los bancos de inversión mantienen expectativas respecto a precios del petróleo que se mantendría en torno a los niveles actuales. En consecuencia, en ese sentido sugiere cautela y concordar, tal como se ha manifestado, en aumentar las tasas.

H
[Firma manuscrita]



El Gerente General, señor Camilo Carrasco, hace presente que no le gusta el argumento que se ha dado para inclinarse a subir la tasa en esta reunión. Por una parte la Gerencia de División de Estudios plantea que no ha habido nada demasiado importante que haya cambiado entre la última reunión de política monetaria y la actual, pero que por razones tácticas se inclina por subirla pues el mercado estaría mayoritariamente esperando que se suba la tasa y, por consiguiente, hay que subirla. Le parece que ese argumento es algo complicado. Por una parte, si uno se pregunta por qué y desde cuándo el mercado está mayoritariamente esperando que suba la tasa, cabe responderse que eso sucedió prácticamente cuando apareció el IPC de noviembre. Antes el mercado estaba previendo un IPC de 0,1% y apareció un IPC de 0,3% e inmediatamente las expectativas del mercado mayoritariamente pasaron a proyectar un alza de tasas, pero claramente el mercado estaba equivocado. El Banco Central de Chile, a mediados de noviembre, proyectaba incluso un 0,4% de IPC para ese mes, y después se bajó a 0,3%. Piensa que para el mercado esa sorpresa, entre comillas, de un mayor IPC, se vio reforzada porque en los últimos días hubo una especie de levantamiento del ánimo, entre otras cosas por la Enade, aunque sin una consolidación de mejores cifras, sino que simplemente un mejoramiento del clima empresarial. Entonces, desde ese punto de vista, no le parece que el Banco Central de Chile deba necesariamente validar las expectativas del mercado cuando éstas están fundadas en hechos bastante circunstanciales. Visualiza que ahora el mercado en sus expectativas de IPC de los próximos dos o tres meses está proyectando un IPC del orden del 0% y 0,1% promedio y, sin embargo, nosotros en el Banco prevemos un IPC de menos 0,3% para diciembre, menos 0,2% para enero y cree que 0,1% para febrero. En consecuencia, también hay una discrepancia bastante grande entre lo que cree el mercado y lo que puede resultar después. Estima que con todos esos elementos perfectamente se puede esperar un mes más y seguir con ese ritmo. Le parece que todavía no está bien definido qué significa el concepto de ritmo pausado, pero aparentemente podría deducir que lo más cercano a pausado sería subir mes por medio 25 puntos base. Estima que si se sube dos meses seguidos 25 puntos base, a lo mejor le indica al mercado que hay un cierto nivel de mayor preocupación y que está siendo un poquito menos pausado. Por consiguiente, se inclina más bien por no modificar la tasa en esta oportunidad.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Pablo García, señala que tiene dos comentarios. Uno respecto a las proyecciones de inflación de corto plazo y los escenarios de riesgo que se presentaron en la mañana. Respecto a la proyección de corto plazo, no debe extrañar que la inflación IPCX1 no varíe independiente de estos supuestos de trayectoria precio petróleo y precio del dólar, debido a que, justamente lo que se está tratando de hacer es disminuir el impacto solamente de esta dos variables que se considera son las más relevantes a un horizonte de este tipo. No es que se esté argumentando que la inflación del IPCX1 es insensible a los vaivenes del precio del petróleo o del tipo de cambio. Cree que eso es importante de clarificar. De hecho, de darse alguno de estos dos escenarios, no es para nada evidente hacia dónde podría converger o con qué velocidad, si mayor o menor, seguiría convergiendo la inflación del IPCX1 al 3%. Un escenario de apreciación puede ser consistente si es que se debe a movimientos multilaterales, a mayor dinamismo de la economía, por lo tanto el cierre de brechas es más rápido. Si es por efecto paridades, una misma apreciación puede que tenga muy poco impacto inflacionario en el mediano plazo, y por el lado de los combustibles también. Se ve cuál es el efecto de esto sobre actividad más allá de los próximos seis meses, un elemento central que se tiene que tomar en cuenta para ver cómo va a evolucionar la inflación IPCX1 hacia delante. Entonces, no querría que se argumentara que estas proyecciones que se presentaron en la mañana indican que la inflación del IPCX1 es sensible a estos supuestos.

W.C.



En segundo lugar indica, en los escenarios de riesgo que se plantearon, muy explícitamente se dijo, si es que continuaban las tendencias recientes del precio del petróleo y del tipo de cambio. No se plantearon como los que sí se considerarían más probables en el corto plazo.

El Gerente de División Política Financiera, señor Luis Oscar Herrera, señala que los antecedentes que hemos analizado indican que la economía sigue creciendo por encima de su tendencia a largo plazo de 5,5% y 6%. La desocupación también está aumentando entre un 2,5% y 3%, por lo que eso nos indica que las holguras que existen en la economía ya se están absorbiendo en el margen algo más rápido de lo que esperábamos. Al mismo tiempo las proyecciones de tasas, tipo de cambio, créditos, agregados monetarios, se mantienen expansivas y por lo tanto, probablemente van a continuar empujando el ritmo que ya llevan además de agregado, incluso podrían incrementarlo. Por otra parte, los antecedentes que tenemos indican que en la capacidad productiva de la economía está muy elástica esta expansión de la demanda.

Lo anterior indica una economía en que, si bien la demanda se expande más rápidamente de lo esperado, como cuenta con holguras y la economía tiene elasticidad respecto a la demanda, la política monetaria puede continuar siendo expansiva y eso parece apropiado en este escenario y por eso la estrategia de hoy día debería ser gradual. Ahora bien, señala que le parece que no entiende la brecha de gradualidad como algo que es un paso sí, y un paso no. Cree que la gradualidad sería más bien plantearse ciertos hitos y que, un primer hito sería lograr, por lo menos, una tasa real de 0% en las condiciones actuales. Un primer hito que es perfectamente coherente con una economía que está creciendo este año entre 5,5% y 6% y para el próximo año se espera tener una tasa de crecimiento de 5% y así hacia delante con el 4% y el 5%. En ese contexto indica, una tasa alcanzará, por lo menos una tasa real del orden del 5%. Por lo tanto, le parece apropiado, en esta oportunidad, aumentar la tasa de política monetaria.

El Consejero, señor Manuel Marfán, consulta de dónde salió que el ritmo que en principio estábamos siguiendo era de 50 puntos base por trimestre.

Responde el Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés, que es poco menos de 50 puntos base. Señala que cuando se hizo el IPOM se tenía un ritmo sobre 50 puntos base implícitamente en nuestras proyecciones, entre 50 y 75 por trimestre. El mercado en ese momento tenía uno de aproximadamente 35 puntos base. Recuerda que internamente se estaba bastante complicado en cuanto en como saldríamos en el IPOM; se aumentó la tasa y ese ritmo subió un poco en torno a 40 puntos base por trimestre en la expectativa por parte del mercado y eso dio la oportunidad de decir que ya se suponía un ritmo comparable al del mercado. De ahí hacia adelante la expectativa de mercado se mantuvo siempre fluctuando entre 40 puntos base y 50 puntos base, en torno más bien a 40 puntos base y 45 puntos base, hasta que se subió a 55 puntos base por trimestre en la reunión en que, justamente el Consejero señor Marfán argumentó de que no era bueno subir la tasa de interés porque se había subido mucho la pendiente de la curva de rendimiento y, de hecho en esa oportunidad el Consejero señor Desormeaux también señaló que era un argumento a tomar en consideración. Aunque se mantuvo la tasa de interés por varias razones, una de esas razones era esa. Luego la expectativa del mercado volvió a estar en torno a 40 - 45 puntos base por trimestre y es donde ha fluctuado. Agrega, que lo que le gustaría sí poner en consideración es que mes por medio es un ritmo menor a los ritmos de normalización que hemos estado utilizando. No son 50, es poco menos de 50, y por lo tanto no involucra necesariamente cambios todas la

14
D.C.



reuniones o vez por medio. No es mecánico esto tampoco, pero entrar a una dinámica de mes por medio parece ser un ritmo aún más pausado del que se tenía previsto.

El Gerente de División Internacional, señor Esteban Jadresic, señala que comparte la visión que planteó la Gerencia de División Estudios, en el sentido que la opción de mantener la tasa de política monetaria, así como la de aumentar, ambas tienen sustento en la evolución de la economía más que respecto a metas particulares a cuál debiese ser la tasa en el largo plazo o la tasa real. Desde esa perspectiva cree especialmente importante tomar en cuenta no solo lo que pasa con la efectividad de la economía, sino que también respecto a las presiones inflacionarias que se están mostrando y, ahí hace fuerza el punto que, aunque el ritmo de aumento de los costos sigue siendo acotado, las medidas de tendencia inflacionaria que se han presentado muestran un repunte, en particular la inflación subyacente, el IPCX1 se ha acercado a la trayectoria que estaba prevista en el IPOM de septiembre. Así le parece que dándole importancia a lo que se está viendo por el lado de las presiones inflacionarias, sería pertinente considerar un aumento en la tasa de interés de política monetaria, en línea con estas señales que nos están dando los datos básicos de precios en esta actual coyuntura y, tomando en cuenta que la política a largo plazo de la tasa debiera ser de un nivel más alto.

El Ministro de Hacienda, señor Nicolás Eyzaguirre, señala que, en primer lugar, durante este gobierno la conducta de la autoridad política y económica ha tendido de manera no ambigua a fortalecer la autonomía del Banco Central de Chile. Por un lado, el Gobierno no solamente fue condescendiente, sino que fue proactivo en el tema de la liberalización de la cuenta de capitales. De hecho, el acuerdo de libre comercio con Estados Unidos transformó este proceso para todos los fines prácticos, salvo eventuales medidas transitorias, en algo irreversible. Por otra parte, el Gobierno ha coincidido con el Banco Central de Chile expresamente respecto de lo deseable de tener una política cambiaria flexible. Por último, el Gobierno se ha dado una regla fiscal, la que, junto con los elementos antes mencionados, han dado al Banco Central de Chile un poder sobre el ciclo económico que ha llegado a su máxima potencia y eso, como nosotros no vivimos en un vacío institucional, tiene que ser aquilatado. De lo contrario, cuando ese espacio de autonomía, por las razones que sean, se percibe no usado con plena sabiduría, se escinde, genera ruidos y por tanto, amenaza la credibilidad del Banco.

En segundo lugar, indica, que en el último año la inflación en 12 meses, el IPCX1, ha estado en lo fundamental dominado por cambios en el nivel de los costos. En principio, el Banco no debe reaccionar a los choques de costos siempre y cuando estos no afecten el anclaje de las expectativas. Sin embargo, es importante señalar que este comportamiento debe ser simétrico. Al respecto señala que hoy día se aprecia que en el margen, al menos, las expectativas inflacionarias han tendido a bajar como también ha sucedido con el precio del petróleo. Se pregunta, más allá de las conjeturas que podamos hacer sobre los precios en el futuro, si estaríamos tan tranquilos si sucediera exactamente lo contrario, esto es, si las expectativas inflacionarias estuviesen yendo hacia arriba y en el margen el petróleo también. Dicho esto, cree que es difícil, por lo menos en los últimos diez meses, atribuir a factores de demanda el comportamiento del IPCX1. Si bien la política monetaria, ha comenzado su período de normalización sobre la base que es, muy probablemente que el ritmo de expansión del empleo y del producto más reciente excedan lo que serían las trayectorias de largo plazo de ambas variables y, por tanto, las brechas se comiencen a cerrar; el Ministro personalmente piensa que la brecha entre el producto potencial y el efectivo es mayor a lo que las estimaciones señalan. En todo caso, el mercado espera una normalización de la política monetaria, pero decir que el período de normalización debía ser de 20,



30, 40 puntos base por mes, es sobreleer las discusiones. Estima que lo que se instauró es que hay que tener una trayectoria pausada. Algunos lo interpretarán de un modo, otros de otro, pero en la práctica esa trayectoria ha sido más o menos como del orden de unos 150 puntos base, algunos dicen 200, algunos dicen 120, se mueven en esa vecindad, y eso no es consistente con un alza cada mes. Señala que estaría en desacuerdo con establecer que la realidad de los datos hoy día garantizan el que para evitar presiones inflacionarias, pero dentro de una inflación bien anclada, es necesario aumentar en 300 puntos base al año para evitar un sobrecalentamiento.

Señala el señor Ministro que está de acuerdo con el Gerente General en que no hay que tomar a *face value* lo que dice el mercado y las mesas de dinero. Si no, debiera hacerse la política monetaria consultando a las mesas de dinero, lo que saldría bastante más barato para los contribuyentes. Tampoco cree, y en esto quiere ser bien franco, que deba tomarse a *face value* lo que diga la oposición política, cualquiera ésta sea, insiste. Entonces, ¿dónde está el real liderazgo? Está en poder señalar claramente al mercado dónde debemos ir, poniendo el freno al ciclo para que éste se comporte del modo más suave posible. Y eso, nada o poco tiene que ver con el dato del último mes, el dato del mes anterior, las variaciones que se tengan sobre las conjeturas respecto al petróleo y el tipo de cambio en el futuro. Con todo lo anterior, tiene la impresión de que la posibilidad de que el mercado leyera un alza continua de dos meses seguidos de la tasa de instancia monetaria como reveladora de nueva información respecto de la necesidad de acelerar el ritmo pausado es bastante plausible. Además, agrega que se va a dar a conocer en los próximos días la ejecución de la Caja Fiscal hasta octubre, la cual muestra que se va a acumular un superávit de 2,2% del PIB a octubre, con una cuenta corriente sumamente superavitaria y con una tasa de desempleo de 9,4%. Por tanto, piensa que la tensión institucional y del riesgo de inadecuada lectura por parte del mercado respecto del ritmo de normalización, serían graves si el Consejo hoy día decidiera subir la tasa.

Asimismo expresa que le parecería del todo consistente con lo que ha sido el análisis de esta reunión, que en el mes siguiente sí se procediera. De lo contrario se arriesgaría a pensar que hay información que amerita desacelerar el ritmo de normalización.

El Presidente, señor Vittorio Corbo, señala que pese al marco de políticas que tiene hoy en día el país, éste es un país activo al que han contribuido todos, el Ministerio de Hacienda con la regla fiscal, y el Banco Central de Chile, con el apoyo del Ejecutivo, con la apertura de la cuenta de capital, como también la flexibilización cambiaria, todo esto es un activo país. Asimismo señala que, cree que también es un activo país un Banco Central autónomo que ha sido capaz, cuando el año pasado había un riesgo de que la inflación se quedara abajo y se estaban desanclando las expectativas, puso capital, tomó un riesgo, bajó la tasa de interés 50 puntos base en diciembre y 50 puntos base en enero, porque existía ese riesgo y usó su capital e hizo una inversión en el mercado. Hace presente que el mercado usó la información de que el Banco Central iba a actuar, cuando había que hacerlo. Agrega que ahí se mostró que somos simétricos y que se estaba dispuesto a bajar lo que fuera necesario para llevar la inflación nuevamente al 3%. El señor Corbo señala que es un activo de todos nosotros, y hoy tenemos capacidad de hacer política contracíclica en parte, porque tenemos un Banco Central de Chile autónomo, una política fiscal ordenada y ojalá esto se institucionalice hacia el futuro. Estamos conscientes de que lo que tenemos que hacer ahora es tratar de evitar de que se nos deteriore nuestra inversión en credibilidad y, para eso, lo que tenemos que hacer para que esta recuperación continúe, ser cuidadosos respecto a qué tasa vamos retirando estímulos, de manera tal de tener un escenario más probable de inflación si se queda en torno al 3%.



La decisión que tenemos que tomar ahora es qué es lo más adecuado desde el punto de vista de mantener esta gran inversión que hemos hecho en credibilidad. Al mismo tiempo, ir reduciendo paulatinamente el estímulo monetario, si es 25 ahora y 25 después, eso lo vamos a ver ahora en la votación.

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

El Consejero señor Marfán, agradece el análisis del staff y comparte que, en esta oportunidad, las opciones a estudiar con más detenimiento son las de mantener la actual tasa de política monetaria o elevarla en 25 puntos base. También concuerda que no hay antecedentes estratégicos que inclinen la balanza por una u otra opción y que las consideraciones a tener en cuenta son más bien tácticas o de segundo orden. El único aspecto más de fondo que desea problematizar es qué se entiende por pausado, cuando nos referimos al ritmo de normalización de la política monetaria. Indica que éste es un componente de la estrategia respecto del cual no se puede, como Consejo, asumir promesas, preanuncios o una fórmula simple y predecible. Se trata de un aspecto que habrá que ir definiendo en cada reunión de política monetaria y donde el Consejo debe guardarse todos los grados de libertad para alterar el ritmo de normalización de la política monetaria cuando las circunstancias así lo ameriten.

La Minuta de opciones señala que en la estrategia de normalización pausada de la política monetaria considerada desde septiembre, ésta involucraría, en principio, "aumentos de la tasa de política monetaria algo menores que 50 puntos base por trimestre". Expresa que la extensión de este argumento podría llevar a concluir que "pausado" significa un ritmo algo menor a 200 puntos base en un año, por lo que con la información que disponemos hoy y sin que signifique, de manera alguna, un compromiso al respecto, le parece elevada esta cota superior, podría ser validada por el mercado si se elevara la tasa de política monetaria en esta oportunidad. Si así fuera, ésta habría subido en 75 puntos base en un cuatrimestre, lo que estima a todas luces exagerado e insiste que se trata de un tema que estima deberá estar en constante revisión y que no podemos asumir compromisos ex ante. Al respecto, nuestro principal compromiso es actuar de manera de garantizar una convergencia de la inflación al centro del rango meta en el horizonte habitual de proyección dada la información disponible. Cree inconveniente que la Minuta pública de esta reunión de política monetaria señale el orden de magnitud contenido en el informe de opciones sin incluir además esta objeción. Con todo, señala que el tema de la velocidad de normalización de la política monetaria le parece un tema táctico relevante de considerar para la decisión de hoy.

Por otra parte, hace presente el Consejero señor Marfán, que respecto de la información de coyuntura relevante para esta reunión de política monetaria, no existen elementos que constituyan sorpresas relevantes desde la reunión pasada. Es cierto, señala, que el precio internacional del petróleo se ha ubicado por debajo de nuestra proyección, pero este tipo de shock de oferta no fue determinante en su momento cuando subió inesperadamente el precio y tampoco debiera serlo ahora que bajó inesperadamente. El mayor dinamismo de la actividad que nos sorprendiera durante el tercer trimestre ha dejado de ser sorpresa y los antecedentes recientes están en línea con lo que se esperaba hace un mes. El resto de la demanda interna ha continuado rezagada respecto de la inversión y las exportaciones, como también se esperaba. La apreciación bilateral con respecto al dólar de los Estados Unidos de América está reflejando más un fenómeno mundial que uno chileno y el tipo de cambio multilateral ha mostrado poca variación. Quizás, lo único más sorprendente es que dejamos de tener sorpresas en la inflación subyacente, la que corrigió parcialmente



desalineamientos previos. En síntesis, señala el señor Consejero, a diferencia de las reuniones de política monetaria anteriores, no hay sorpresas que indiquen que se deba alterar el ritmo de normalización de la política monetaria.

Agrega, que el mercado, por su parte, espera un aumento en esta oportunidad, pero desde septiembre pasado que el mercado ha venido intentando descifrar qué significa pausado y la curva forwards de la tasa de política monetaria se ha alterado con cada decisión que el Consejo ha tomado desde entonces. Estima que si hoy se decidiera elevar la tasa de política monetaria se estaría entregando una señal en que el ritmo de normalización sería algo superior y no inferior a 50 puntos base por trimestre, a pesar que, como ya señaló, ese ritmo de normalización le parece exagerado. De empinarse la curva forward podría generarse un efecto contractivo o menos expansivo innecesario. Por el contrario, le parece que estos primeros meses de normalización son relevantes para la construcción de expectativas sobre la política monetaria.

Por las razones mencionadas expresa que su voto es por mantener el actual nivel de la tasa de política monetaria.

La Consejera, señora María Elena Ovalle señala que si se centra en los antecedentes presentados por la Gerencia de División Estudios, se ve que se mantiene el favorable panorama internacional que enfrenta la economía chilena. Ello ha incidido en que la dinámica del gasto y de la actividad económica continúen mostrando una tendencia clara de expansión, con el consiguiente cierre en las holguras de capacidad. En el mercado laboral persiste el alto desempleo, aunque hay que destacar la recuperación del empleo a nivel nacional junto con la estabilidad en la expansión del empleo asalariado, lo que es coherente con el entorno macroeconómico vigente y con la mejora en los indicadores de expectativas. Por otro lado, las medidas convencionales y subyacentes de inflación estuvieron, este mes, por sobre lo estimado en la reunión pasada, contrarrestando en parte lo ocurrido en meses anteriores. Sin embargo, es difícil precisar con la información disponible la transitoriedad o persistencia de este fenómeno. Además, las presiones provenientes de los costos se mantienen controladas, e incluso algo más favorables que en la reunión de noviembre, especialmente en lo que respecta al dólar y al precio del petróleo.

Como bien plantea en su Minuta la División de Estudios, tanto la opción de mantener como la de aumentar la tasa de política monetaria son consistentes con la estrategia de normalización gradual, ya que, este ritmo pausado puede involucrar tanto alzas sucesivas durante algunos meses como mantención en otros. También en dicha Minuta se estima que las consideraciones estratégicas no parecen suficientes para justificar qué opción es la más adecuada para esta reunión y plantea que para la opción de alza de tasa se debe dar mayor ponderación a los aspectos tácticos. Por lo tanto, los antecedentes disponibles permiten tomar una u otra opción sin modificar la estrategia de normalización pausada de la política monetaria considerada desde septiembre pasado, que en principio involucra aumentos de la tasa de política monetaria algo menores a 50 puntos base por trimestre. Dado estos argumentos, en esta ocasión se inclina por la mantención de la tasa, que permite esperar por mayor información sobre el panorama de inflación y de crecimiento. Por consiguiente, su voto es en el sentido indicado.

El Consejero señor Jorge Desormeaux señala que ha escuchado con mucho interés los antecedentes que se han entregado y, resumiéndolos brevemente diría que son básicamente dos. Uno, que la aceleración del ritmo de crecimiento a noviembre pasado, se ha consolidado pese a que tenemos un leve debilitamiento en el consumo en el margen, fenómeno que debiera ser más bien transitorio si se consideran los últimos antecedentes

4



disponibles. Esta trayectoria se ha visto reflejada, por otro lado, en un cambio positivo en las expectativas de empresarios y consumidores, que han experimentado un cambio que se atrevería a calificar de cualitativo. Para muchos hombres de negocios la economía chilena ha vuelto a mostrar el vigor de mediados de los años noventa.

El segundo antecedente importante es que las medidas de tendencia inflacionaria han repuntado, lo que compensa las sorpresas a la baja de los meses previos, y lo que ha llevado a la inflación subyacente IPCX1 de vuelta al nivel que veíamos en el IPOM de septiembre.

Este cuadro sugiere que se está en presencia de un cierre de holguras más rápido de lo que pensábamos en septiembre, similar al que se anticipaba en la última reunión de política monetaria, y gracias a los ajustes de la tasa de política monetaria de septiembre y noviembre pasado, ésta resulta compatible con la estrategia de reducción pausada del estímulo monetario que ha seguido el Banco Central hasta ahora. Pese al largo camino en términos de normalización de la política monetaria que tenemos por delante, esta estrategia es compatible tanto con la decisión de subir la tasa de política monetaria en la reunión de hoy como con la opción de postergar esa decisión.

Cree, tal como insinúa el documento de la Gerencia de División Estudios, sin embargo, que la decisión de subir la tasa de política monetaria en la reunión de hoy tiene claras ventajas.

En primer lugar, el mercado la espera en forma mayoritaria. Se ha dicho que el 93% de las mesas de dinero y dos tercios de los analistas lo esperan así lo que asegura que no van a haber efectos importantes sobre las variables financieras. El fuerte cambio de expectativas que se ha producido en las últimas semanas, unido a los resultados en el plano inflacionario, conducen a que 25 puntos base no constituya ninguna sorpresa. Por el contrario, de mantenerse la tasa en su nivel actual la tarea comunicacional que vamos a tener que enfrentar no va a ser menor. Incluso podría llevar a confusión, como sugiere la División de Estudios, en el sentido que el Banco Central aparezca reaccionando a un shock de oferta. La confusión podría ser mayor en enero si se sube la tasa de política monetaria en el marco de una inflación muy reducida o negativa.

Quiere agregar, además, tal como ha señalado el señor Presidente del Banco en diciembre del año pasado y en enero de este año, el Banco Central bajó 100 puntos base su tasa de política monetaria en respuesta a lo que fue fundamentalmente un shock de oferta. Como éste tuvo un efecto sobre las expectativas, el Banco Central reaccionó, bajó sus tasas en 100 puntos base y si la tasa de política monetaria subiera en 25 puntos base en la reunión de hoy estaríamos recuperando solamente tres cuartas partes de un ajuste que, en gran medida hoy día ya no tiene sentido. De allí es que comparte también la opinión del Gerente de División Política Financiera, señor Luis Oscar Herrera, en el sentido que al primer hito que debiera fijarse el Banco Central es acercarse a una tasa real de política monetaria igual a 0%.

Por último, señala, que el argumento que más le preocupa en cuanto a la decisión de hoy, es que tiene la preocupación de que se esté enfrentando en el futuro un escenario en el cual la aceleración que se ha visto hasta ahora se renueve, y se pase desde tasas de crecimiento en torno al 6% en la actualidad a tasas de crecimiento aún más elevadas. Ese es un escenario que no se puede descartar. El riesgo del Banco Central de Chile, si se enfrenta a un escenario como ese, es quedarse detrás de la curva, lo que obligaría a quebrar la política de ajuste pausado que se ha tenido hasta ahora, y en su opinión, aquello podría tener un elevado costo para la credibilidad del Banco Central de Chile.

4
D.C.



Señala que quisiera decir también, que el señor Ministro de Hacienda ha hecho presente la dificultad que tiene de conciliar un alza de la tasa de política monetaria con finanzas públicas superavitarias y una elevada tasa de desempleo. Quiere decir que la gestión a cargo del señor Ministro ha sido un pilar del diseño y éxito macroeconómico del país. Pero el costo de sobrereaccionar en el futuro con alzas de tasas sucesivas sería un costo significativamente mayor, y tendríamos que hacernos cargo de eso. En consecuencia, compartiendo la recomendación del Departamento de Estudios, se inclina por un alza de 25 puntos base y, por consiguiente, vota en tal sentido.

El Consejero señor De Gregorio, señala que no se han producido cambios relevantes en la evolución macroeconómica que lleven a reconsiderar la estrategia actual de normalización del impulso monetario de la administración pausada. Indica que la actividad sigue dentro de lo esperado y la inflación ha revertido, en parte, sorpresas negativas que se observaban. Por lo tanto como aquí se ha destacado, hoy día la decisión de política monetaria más tiene que ver con una consideración táctica a favor de subir o mantener la tasa de política monetaria en 25 puntos base.

Agrega que, a favor de subir la tasa está el hecho que la inflación no ha seguido mostrando sorpresas negativas, la perspectiva de un aumento gradual se acerca a un rango meta consistente y un aumento gradual de las tasas de interés. Por otra parte, el mercado más que nunca está esperando un alza de tasas, lo que implicaría que su comunicación sería fácil de hacer, a pesar de lo que ya señaló en su intervención el Gerente General, señor Camilo Carrasco, un cambio bastante abrupto producto de una noticia inflacionaria que no esperaba, pero que el Banco sin duda la tenía contemplada en sus estimaciones.

Por otro lado, a favor de mantener la tasa está la necesidad de comunicar que una normalización pausada no es lo mismo que una normalización continua. De esta forma, si el mercado espera aumentos de 25 puntos base por mes, se terminaría presumiblemente en el 2005 con una tasa por encima de lo que hoy podríamos considerar recomendable, esto a su vez, repercutiría en un levantamiento más pronunciado de la curva forward, conduciendo a una menor expansividad de las condiciones financieras, más allá de lo que parece aconsejable para las necesidades de cumplir con la meta de inflación.

Por lo tanto, cree que de no subir este mes la tasa de política monetaria, lo más probable es que se deba subir el próximo mes, entonces tal como ya señaló habría que pensar cuál es la mejor oportunidad para subir la tasa. En este aspecto es donde cree que hay las mayores novedades en las perspectivas inflacionarias de corto plazo. El mes pasado se esperaba para los meses de diciembre y enero inflaciones mensuales de 0% y 0,1%; para la reunión actual, dichas proyecciones se han corregido a menos 0,3% y menos 0,2%. Si no subimos ahora, habrá que preguntar si será posible seguir subiendo las tasas en enero y/o febrero. A este respecto, hay que notar que el mercado espera una inflación de 0,1% en diciembre y ya hay quienes dicen que puede ser menos 0,1% y 0,1% para enero y febrero de 2005, por lo tanto, podría tener una significativa sorpresa negativa por el lado de la inflación, aunque nuevamente desde el punto de vista del Banco Central de Chile sería algo previsto.

Por último, cree que hay razones para esperar seguir normalizando la política monetaria, pero ello dependerá del juicio que tengamos sobre la factibilidad de volver a subir tasas en un momento en que la inflación sea inesperadamente negativa. En todo caso, eso tiene la ventaja que indicaría que las decisiones de política monetaria no se hacen sobre la base de la inflación actual, sino que en sus perspectivas. A su juicio se puede esperar un mes más, pero cree que lo más probable es que se deba subir el próximo mes para no quedar detrás de la curva y esto, a pesar de que será lo más difícil de comunicar, sí tendrá el beneficio de que se habrá indicado con claridad lo que significa una reducción pausada de la

4
De



expansividad de la política monetaria y es por ello que se inclina por mantener la tasa de política monetaria.

El Presidente, señor Vittorio Corbo señala que como en otras ocasiones la Gerencia de División Estudios ha presentado un muy buen informe sobre la evolución de la economía y de la inflación en los últimos meses, como también de sus perspectivas de las opciones de política monetaria.

Tal como lo indica el informe de la Gerencia de División Estudios, se ha mantenido el alto dinamismo del producto y del gasto. Por el lado del gasto interno, destaca el alto dinamismo que continúa mostrando la inversión. De otra parte, las expectativas de consumidores y empresarios y la creación de empleos, mejoraron en forma importante el último mes. Con el afianzamiento de un escenario donde el crecimiento del producto supera al del producto potencial, las brechas de capacidad continuarán reduciendo en los próximos trimestres. En estas circunstancias lo que corresponde es continuar con el proceso pausado de aumento en la tasa de política monetaria para acercar la tasa de interés hacia un valor más neutral, esto es, compatible con mantener, en el mediano plazo, la inflación cercana a la meta y el producto cercano al potencial. La pregunta táctica es la velocidad que debe tomar este proceso de reducción del excesivo estímulo monetario presente, para ser compatible con el objetivo central de implementar una reducción pausada del estímulo monetario. En este sentido hay argumentos a favor de introducir otro ajuste de 25 puntos base ahora, o mantener la tasa en esta oportunidad, para continuar con el proceso de normalización en una próxima reunión. En virtud de lo anterior vota también por mantener en esta oportunidad, la tasa de política en 2,25% anual.

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

71-01-041209 – Tasa de Política Monetaria.

Se acuerda mantener la tasa de interés de política monetaria en 2,25% anual. Los tramos de la línea de crédito de liquidez se mantienen en el mismo nivel.

Se retira 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, con el voto de cuatro de sus miembros, mantener la tasa de interés de política monetaria en 2,25% anual. El voto de minoría estuvo por aumentar la tasa en 25 puntos base.



Desde la última reunión, se ha mantenido el mayor dinamismo de la actividad y del gasto, respecto de lo considerado en el último *Informe de Política Monetaria*, más allá del efecto causado por la diferencia de días hábiles en los indicadores de actividad de octubre. La inversión continúa creciendo a un ritmo elevado y los indicadores de consumo mantienen un tono positivo. Por otra parte, las expectativas privadas y la creación de empleos han mejorado.

Los distintos indicadores de la tendencia inflacionaria han aumentado desde niveles muy reducidos y la inflación del IPC ha retornado al rango meta de 2 a 4% anual. Las medidas de inflación subyacente (que excluyen algunos bienes cuyos precios son más volátiles) han aumentado gradualmente, acercándose a lo previsto en el *Informe de Política Monetaria* de septiembre, mientras se observa un ritmo de aumento de costos acotado.

El Consejo reafirma que, en el escenario más probable, continuará reduciendo pausadamente el marcado estímulo monetario prevaleciente, de manera de mantener una trayectoria esperada para la inflación 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 17.40 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

MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe