



ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION DE POLITICA MONETARIA N° 72
Celebrada el 11 de enero de 2005

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

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

Asisten también:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;
Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldívar;
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;
Gerente de División 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; 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 julio de 2005.

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



Durante el segundo semestre del año pasado el cuadro macroeconómico interno reflejó con más claridad, a través de los sectores productivos y los componentes de la demanda agregada, tanto las positivas condiciones externas como el impulso de la política monetaria. La actividad industrial acentuó el dinamismo que mostró durante la primera mitad del año, mientras que en la formación bruta de capital desaparecieron los rezagos de fines del 2003. En tanto, el consumo privado se mantuvo robusto a pesar del incremento del precio de los combustibles y las exportaciones mostraron un renovado empuje. En el mercado laboral, la ocupación volvió a crecer según las tendencias previas y la tasa de desocupación descendió después del inesperado incremento de mediados de año, aunque sólo de manera paulatina debido al aumento de la tasa de participación. Este cuadro, unido a la continuación de condiciones externas favorables y un impulso macroeconómico que persiste, anticipa un cierre algo más rápido de las holguras de capacidad que lo previsto con anterioridad.

El incremento de los costos, en especial de los laborales, ha sido tenue, mientras que la inflación subyacente, que excluye los precios de bienes y servicios más volátiles, ha exhibido en los últimos trimestres un aumento lento. Esto ha llevado a esperar que las presiones de precios derivadas de la descompresión de márgenes serían menos intensas que lo anticipado anteriormente y muestra cómo la economía chilena ha podido acomodar incrementos de la demanda agregada sin inducir presiones inflacionarias indeseables. Ello ha permitido continuar con una normalización pausada de la política monetaria y congruente con una convergencia gradual de la inflación proyectada del IPC a 3%.

En el plano internacional, el 2004 terminó siendo muy positivo para Chile, gracias al fuerte crecimiento mundial, el alto precio del cobre y buenas condiciones financieras. El panorama central considerado en este Informe incorpora un escenario favorable para la economía mundial hacia el 2005 y el 2006, con una desaceleración paulatina de la actividad global que refleja el impacto del elevado precio del petróleo y la disipación de los efectos del impulso monetario y fiscal de años recientes. También se espera una reducción gradual del precio del cobre en la medida que disminuya el notable crecimiento de la demanda por el metal y se materialicen incrementos de capacidad. Adicionalmente, este panorama considera un acomodo gradual y sin sobresaltos de los desequilibrios macroeconómicos de las principales economías.

De hecho, la fuerte y reciente depreciación adicional del dólar es un fenómeno que puede vincularse a una mayor preocupación por estos desequilibrios en los mercados financieros internacionales. A pesar de lo anterior, y de las alzas de la tasa de política monetaria que está implementando la Reserva Federal, no se han alterado, por ahora, las favorables condiciones financieras que enfrentan las economías emergentes. Éstas se aprecian en *spreads* que se encuentran en mínimos históricos y reducidas tasas de interés de largo plazo en el mundo desarrollado.

Así, se estima que el elemento principal tras los movimientos cambiarios de los meses recientes ha sido la pérdida de valor del dólar estadounidense frente a la mayoría de las monedas del mundo. En este contexto, y desde el último Informe de Política Monetaria, el peso chileno se ha apreciado 7,3% y 1,7% respecto del dólar y el yen, respectivamente, y se ha depreciado 3,1% con relación al euro. En suma, el peso ha tenido una leve apreciación multilateral, tanto real como nominal. Una vez que se toman en cuenta los efectos de las paridades en el mundo sobre precios de *commodities* y actividad global, no se considera que la depreciación real del dólar en el mundo traiga necesariamente aparejada una apreciación real del peso de importancia en el largo plazo, sobre todo considerando los exiguos flujos netos de capitales hacia economías emergentes. Por lo mismo, no se estima que esta apreciación del peso conlleve una profundización del impulso macroeconómico actual.



Internamente, la mantención de un importante estímulo monetario se advierte en las estimaciones del nivel real de la tasa de interés de política, así como en las brechas entre ésta y distintas medidas de la tasa de interés real natural y de las tasas de crecimiento de los distintos agregados monetarios y crediticios. Sin embargo, el estímulo monetario parece haber dejado de profundizarse en lo que se refiere a las condiciones financieras que enfrentan los hogares, donde ya se detectan algunos incrementos de las tasas de créditos de consumo y de vivienda respecto de los niveles prevalecientes en septiembre. En el caso de las empresas se ve un mayor dinamismo apoyado por la demanda de financiamiento para la inversión. Las medidas de compensación inflacionaria que se deducen del diferencial de tasas de interés nominales y reajustables de mediano y largo plazo continúan en niveles similares a los observados al cierre del Informe de Política Monetaria de septiembre, en torno a 2,5%. Como ha sido habitual, las primas de riesgo incluidas en estas medidas de compensación inflacionaria han reflejado el impacto de los movimientos cambiarios, del precio del petróleo y de la inflación misma. No se estima que estos vaivenes indiquen expectativas de inflación implícitas en los precios de activos financieros significativamente distintas de 3% a mediano y largo plazo. De hecho, las distintas encuestas a analistas señalan que la inflación esperada a dos años plazo se ubica en torno a 3%, el centro del rango meta de inflación.

La demanda interna mostró en el curso del segundo semestre del 2004 una aceleración respecto de la primera mitad del año, empujada principalmente por un sostenido dinamismo de la formación bruta de capital fijo. La aceleración de la inversión se ha apreciado más marcadamente en el componente de maquinaria y equipos, la que parece ser bastante generalizada a través de sectores económicos y tipos de bienes de capital. Las mejores perspectivas empresariales y los buenos resultados del tercer trimestre apoyan este mayor dinamismo de la inversión, con lo que se ha disipado plenamente el rezago que mostraba este componente del gasto un año atrás. La mayor demanda de financiamiento corporativo que ha conllevado este dinamismo de la inversión ha sido satisfecha con el acceso a fuentes internas, incluyendo recursos propios.

Por otro lado, la evidencia disponible indica que el consumo privado, luego de la significativa expansión observada hasta mediados de año, se mantuvo robusto a pesar del aumento transitorio del precio de los combustibles. La caída del precio internacional del petróleo respecto de los niveles máximos de mediados de octubre, junto con el mayor dinamismo de la ocupación, el repunte de la confianza de los hogares y las aún expansivas condiciones financieras, anticipan para los próximos trimestres un mayor crecimiento de este componente del gasto.

La mantención de la regla fiscal en un contexto de importante repunte de los ingresos, tanto por la aceleración del crecimiento económico como por el nivel del precio del cobre, ha redundado en un incremento sustancial del ahorro público y en un superávit fiscal que probablemente superó el 2% del PIB. En términos consolidados, se estima que la deuda neta del Gobierno Central y del Banco Central llegó a cerca de 5% del PIB a fines del 2004. El presupuesto para el 2005 conlleva un mayor incremento del gasto público, en el marco de la aplicación de la regla fiscal actual, lo que añadirá un moderado empuje al impulso macroeconómico que seguirá proveyendo la política monetaria.

De esta manera, el mayor nivel de los términos de intercambio ha contribuido básicamente a un incremento más intenso del ahorro público y nacional, con lo que se ha consolidado un escenario de superávit en cuenta corriente para el 2004. Aunque el incremento de la inversión ha sido sustancial, no alcanza a incidir en este escenario de cuenta corriente superavitaria.



Por el lado de la actividad, el mayor crecimiento se aprecia fundamentalmente en la industria, aunque el comercio ha continuado también en una trayectoria dinámica. La dinámica industrial no obedece a un comportamiento de subsectores o empresas específicas sino que, por el contrario, es un fenómeno que se generalizó en el curso del año. Por otra parte, en el 2004 la producción minera experimentó un importante incremento, gracias a la maduración de proyectos de envergadura, junto con la superación de problemas técnicos de principios de año. Se espera que este ritmo de crecimiento no se repita en los años más próximos, debido a que los incrementos de capacidad en carpeta solo madurarán hacia el 2006 y 2007.

Durante la segunda mitad del año, el mercado laboral comenzó a mostrar mayor dinamismo, como corroboran las diferentes fuentes de información disponibles. Esto disipa parte importante de la heterogeneidad evidente en las cifras al cierre del Informe de Política Monetaria de septiembre. Más allá de la volatilidad observada a mediados de año y de efectos estacionales, la información disponible para el 2004 muestra que la ocupación se ubica significativamente por encima de lo observado el 2003, lo que se asocia al importante incremento del empleo asalariado. Esto, junto con el incremento de la participación femenina y la composición de la desocupación, muestran que no es evidente deducir que la aún elevada tasa de desempleo indique debilidad generalizada en el mercado laboral.

El escenario de mediano plazo más probable sigue siendo coherente con un crecimiento de tendencia en torno a 5% anual. Con ello, y al igual que en años recientes, una parte sustancial de los vaivenes de la productividad total de factores sería de carácter cíclico. Lo anterior, junto con el incremento de la tasa de inversión prevista, aumenta levemente el crecimiento de tendencia para el 2004 y 2005, en alrededor de un par de décimas de punto porcentual por año. El crecimiento del PIB de tendencia pasaría, de este modo, desde aproximadamente 4% anual en el 2004 hasta tasas más cercanas a 5% anual hacia fines del horizonte de proyección.

Así, luego de que el PIB creciera en torno a 5,8% el 2004, la economía chilena debería alcanzar tasas de crecimiento entre 5¼ y 6¼% el 2005, para experimentar luego una suave desaceleración el 2006, de manera de copar gradualmente las holguras de capacidad que aún persistan. La demanda interna crecería sustancialmente más que el PIB, de forma que el superávit en cuenta corriente se disiparía de manera paulatina el 2005 y 2006, situación que también se vería influida por una normalización de los términos de intercambio.

Como ha sido la tónica en los años recientes, la volatilidad del precio de los combustibles y del tipo de cambio ha tenido una incidencia transitoria en la inflación del IPC, mediante sus efectos directos y vía tarifas reguladas. Aunque los movimientos del cambio bilateral peso/dólar inciden de manera mecánica en diversos precios y tarifas reguladas, su incidencia en la inflación de mediano plazo no es mayor en la medida que ello no responda a cambios persistentes en la paridad real multilateral del peso. En un escenario en que esta última variable no presente modificaciones en el largo plazo, no se puede esperar que cambios en la paridad del dólar en los mercados internacionales tengan efectos duraderos en las presiones inflacionarias en Chile.

Durante los últimos trimestres, las medidas de inflación subyacente han evolucionado por debajo de lo inicialmente previsto, diferencia que se redujo a algunas décimas desde el Informe de Política Monetaria de septiembre. Esta dinámica ha sido el resultado de menores presiones de precios derivadas de la descompresión de márgenes y a una trayectoria plana, o incluso declinante en lo más reciente, de los costos laborales unitarios. Ello se relaciona con un incremento de las remuneraciones nominales que sigue siendo acotado, con un crecimiento de la productividad del trabajo que sigue siendo significativo y con precios al productor que muestran un repunte muy moderado. Todo ello ha llevado a que el ritmo de convergencia al rango meta haya sido gradual.

H



De esta forma, el comportamiento previsible de los costos laborales unitarios y la débil evidencia de presiones de márgenes en la economía como un todo, llevan a estimar que las presiones inflacionarias en el curso del 2005 serían más limitadas que las previstas. A esto se agregan las reducciones esperables del precio de los combustibles, con lo que la inflación del IPC proyectada para el 2005 se mantendría cercana a la parte inferior del rango meta, incluso posiblemente por debajo de 2% para parte del año.

Hacia el mediano plazo, sin embargo, el cierre de holguras más rápido que lo anticipado compensará esas menores presiones de precios, por lo que el panorama inflacionario hacia fines del horizonte de proyección no difiere mayormente de lo previsto en el Informe de Política Monetaria de septiembre. De esta manera, la inflación del IPC alcanzaría 2,8% en promedio durante el 2006 y 3,3% a fines del horizonte de proyección. Esto, gracias a que la tendencia inflacionaria subyacente continuaría con un ritmo de incremento similar al que mostró en el 2004, luego de la desaceleración de fines del 2003, superando levemente 3% hacia el 2006. En este contexto, el Consejo estima que ello permite continuar con un ritmo pausado de normalización de la política monetaria, cuya velocidad precisa dependerá de los antecedentes que se vayan acumulando en el tiempo. En el escenario central, como supuesto de trabajo, las proyecciones contenidas acá se realizan suponiendo una trayectoria para la tasa de política monetaria que aumenta a un ritmo levemente mayor que la implícita en los precios de activos durante las últimas dos semanas, y congruente con una convergencia gradual de la inflación del IPC a 3%.

Los principales escenarios de riesgo están asociados a la forma como evolucione la economía mundial en los próximos años. La gradual desaceleración de la actividad global puede ser más abrupta que lo anticipado, especialmente en el contexto de un ajuste intenso y desordenado de las cuentas corrientes, tasas de interés y monedas de las principales zonas económicas. El mercado internacional del petróleo sigue siendo estrecho y persiste la posibilidad de problemas geopolíticos, por lo que es posible que la trayectoria del precio del petróleo sea distinta de la considerada en el escenario base de proyección, o que sus efectos contractivos sobre la economía mundial sean mayores que los considerados hasta ahora. En todo caso, a diferencia de años recientes, la mayor fortaleza financiera que muestran las economías emergentes, incluyendo Chile, las hace menos vulnerables a estos eventos.

Internamente, se considera que las mayores incertidumbres dicen relación con la posibilidad de que la actividad y el gasto interno continúen reaccionando con más intensidad que la prevista a las favorables condiciones macroeconómicas actuales. El escenario central contempla que las sorpresas de actividad de los últimos meses no se repiten. Sin embargo, el importante incremento que siguen mostrando los diversos agregados monetarios puede ser indicativo de que este dinamismo persista. Igualmente, tampoco se puede descartar que el mejor tono del mercado laboral o las perspectivas de mayor crecimiento futuro incidan en un mayor dinamismo del consumo y de la inversión que el considerado como más probable. Por el lado de precios y costos, es posible delinear escenarios alternativos en que las presiones de márgenes lleven a una aceleración de los precios subyacentes mayor que la contemplada en el escenario base. Asimismo, queda por verse qué efectos tendrá el cambio de la jornada laboral sobre el cuadro macroeconómico. También cabe considerar escenarios en que el tipo de cambio sufre una apreciación adicional a la observada hasta ahora, por ejemplo por una depreciación adicional del dólar en los mercados internacionales. Finalmente, se estima que eventuales vicisitudes en la disponibilidad de gas natural argentino, de una magnitud como las observadas en el 2004, no tendrían implicancias macroeconómicas significativas.



Las implicancias de los escenarios alternativos sobre la política monetaria en Chile dependen crucialmente de cómo ellos se manifiesten en el mediano plazo en presiones inflacionarias. Con todo, el Consejo estima que estos escenarios alternativos configuran un balance de riesgos que es balanceado para el crecimiento y con un sesgo al alza, en el mediano plazo, para la inflación.

El Presidente, señor Corbo ofrece la palabra para comentarios respecto al diagnóstico presentado por el Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Pablo García.

En relación al escenario externo el señor Ministro de Hacienda consulta si la revisión hacia arriba respecto de algunos países tales como Estados Unidos de América, y algunos países del Asia, es primera vez que se hace en tal dirección.

Sobre el particular, el Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann, señala que, en efecto, en Estados Unidos de América más bien se habían visto revisiones hacia abajo. Sin embargo, explica que hoy día se ha revertido dicha tendencia, por cuanto se ve, en realidad, que la economía americana ha tenido un desempeño más fuerte y ello ha repercutido positivamente en lugares como Asia y América Latina donde, en cierto modo, están recogiendo ese efecto.

Interviene el señor Gerente de División Estudios, señor Rodrigo Valdés para señalar, que en el caso de latinoamérica ya teníamos en meses pasados revisiones hacia arriba, e indica que las proyecciones no saltan de 4,9% a 5,5% de un mes a otro.

Consulta el señor Ministro si esto significa que el mercado cree que el promedio de la inflación de los próximos 10 años va a ser 2,5%.

El Consejero señor De Gregorio expresa que la prima de riesgo tiene este componente nominal que tienen todos los países del mundo, pero la UF también es una tasa que fluctúa mucho, por lo tanto también hay una prima de riesgo en las tasas en UF.

Interviene el Consejero señor Marfán, para agregar que la prima de riesgo tiende a aumentar las tasas en UF por lo tanto la diferencia entre la nominal y la UF es más baja, no más alta.

El Gerente de División Política Financiera, hace presente, que en nuestro mercado de largo plazo los inversionistas están calzados porque son principalmente compañías de seguro, y fondos de pensiones que muestran su rentabilidad o están obligados a entregar rentas en UF, por lo tanto desde el punto de vista del largo plazo para ellos el activo más seguro es el activo denominado en UF; mientras que en el corto plazo existen inversionistas, que son principalmente, los bancos que están financiándose en parte con instrumentos nominales y que tienden a castigar los instrumentos en UF exigiéndoles una compensación menor.

El Gerente de División Internacional, señor Esteban Jadresic, en relación a lo que señala el señor Herrera, expresa que al final el riesgo es relativo a quien está demandando los papeles, lo que quiere decir que en los papeles largos a diez años un inversionista debiera tener un riesgo. Agrega que la secuencia de inversión de papeles nominales más cortos o incluso de papeles largos, es más riesgoso que tener el papel real y eso quiere decir que la compensación inflacionaria en general debería ser menor que la expectativa de inflación implícita, porque hay que darle un premio adicional a los papeles nominales para poder satisfacer a los mismos demandantes. Entonces indica, sería normal, bajo esa hipótesis que la compensación inflacionaria esté bajo el 3%, si es que es una tasa creíble de inflación a largo plazo.

4



El Ministro de Hacienda consulta si al compararse este período de reaceleración de la economía con otros como por ejemplo, en los años 86-87 o 92-93 se aprecia algo diferente. Su opinión es que, en esta oportunidad, ha sido un poco más intensivo en inversión y el consumo ha sido un poco más estable.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Pablo García, responde señalando que lo anterior depende de cuál es el punto más bajo que se considere. Indudablemente, indica, hasta el año 2003, el período de mediados del 2002 hacia mediados del 2003 y fines del 2003, toda la aceleración que hubo del crecimiento, del orden de un punto y medio, fue básicamente consumo, y nada de inversión.

El señor Ministro aclara que se refiere a la reaceleración, o sea, del 2004 y lo proyectado para el 2005. Se pregunta si el 2004 y 2005 puede ser comparable con el 86-87 o quizás con el 91-92 o 92-93.

Interviene nuevamente el señor García y expresa que en la última vuelta, o sea el segundo semestre del año 2004, claramente el repunte ha sido por el lado del gasto, básicamente formación de capital fijo.

Agrega el señor García que lo anormal que hubo en el último ciclo fue que la inversión se demoró mucho tiempo en repuntar, y también que existía un retraso de la inversión hasta principios del 2004, que era de gran magnitud. Señala que el hecho que se normalice ahora, por cierto, da cifras de crecimiento muy altas, pero el fenómeno anómalo era la debilidad que había mostrado la inversión en todos estos años más que el rebrote que ha mostrado posteriormente.

Con respecto a este tema, el Presidente señor Corbo acota que la inversión partió rezagada y ahora lo hizo con fuerza y recuperó todo lo que había perdido. En un IPOM anterior, señala, se hizo ese ejercicio y se vio que en el IPOM del año pasado, comparado con las recuperaciones la inversión estaba muy atrás.

En cuanto a la exposición relativa a actividad y mercado laboral, el señor Ministro de Hacienda consulta si la proyección de 5,8% para este año está basada, predominantemente, en la imputación de diciembre o hay revisiones hacia atrás.

El señor Gerente de Información e Investigación Estadística, señor Ricardo Vicuña señala que, efectivamente va a cambiar el año 2003 producto de las revisiones, y eso va a cambiar la base para el cálculo del 2004. Muy a grandes rasgos se hizo un ejercicio muy rápido para ver si efectivamente el cambio de base iba a generar un efecto con el 5,8 y no hay un cambio muy importante, por las ponderaciones del año 2003, que afectan la tasa del 2004. Los nuevos niveles del 2003 cambian las ponderaciones de base para el cálculo del 2004 y esa, por lo menos por cambio de ponderaciones, da una tasa muy parecida al 5,8%.

En cuanto a empleo el Consejero señor Marfán señala que existe un concepto que es la tasa de ocupación, que puede ligar una variable de comportamiento económico con una variable demográfica. Indica que tiene la impresión que la tasa de desempleo no se sabe interpretar bien, ya que desconocemos si en la fuerza de trabajo prima el componente demográfico o un componente de comportamiento.



El señor García, para ilustrar el punto, señala que cómo la tasa de participación refleja comportamiento demográfico, también en el corto plazo del ciclo se aprecia como las tendencias de la participación femenina y masculina desde el año 95 han sido claramente distintas. La participación masculina tiene una tendencia desde el 95 de caída bastante sostenida con un incremento leve en el último tiempo, mientras que la participación femenina ha aumentado fuerte ya superando el punto más alto que se dio antes del año 2001. De aquí en adelante estos elementos hacen bastante difícil extrapolar hacia dónde va la fuerza de trabajo masculina si va a continuar y si alguno de estos dos factores va a predominar.

El Consejero señor Desormeaux, en relación a las conclusiones de los antecedentes presentados por el Gerente de Análisis Macroeconómico, señala que un tema que se ha discutido a través del Informe de Política Monetaria, pero que es bueno que se vea de nuevo, es aquel de la evolución del tipo de cambio nominal que tenemos prevista de aquí para adelante.

Con respecto a lo anterior, el señor García señala que el tipo de cambio nominal tiene una depreciación con respecto al dólar en el curso de los próximos dos años hasta alrededor de los \$ 590.- \$ 600.-, pero eso es consistente con un tipo de cambio real que a fines del horizonte de proyección es muy similar al que tenemos hoy día.

Consulta el señor Ministro cómo proyecta el Banco el producto potencial, toda vez que está empezando el 2005.

El señor García señala que el Banco usa una metodología que es, básicamente, muy similar a la que utiliza Hacienda pero con frecuencia trimestral.

El Presidente, señor Vittorio Corbo, suspende la Sesión a las 13:10 horas e informa que la misma se reanuda a las 16:00 horas.

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 72.

Se incorporan a la reunión el señor Klaus Schmidt-Hebbel Dunker, Gerente de Investigación Económica y la señora Cecilia Feliú Carrizo, Secretaria Ejecutiva del Gabinete de la Presidencia.

El señor Ministro de Hacienda interviene para señalar que antes de las opciones que se ven en esta coyuntura en particular, y como forma de entender los modelos que se utilizan en el banco, quisiera saber si en opinión del Banco Central el ritmo en síntesis a que se esté cerrando el *gap*, tiene o no tiene relación. Señala que, sería consistente con el modo de ver las cosas que si ambos ritmos difieren de modo más importante, esto es, si el ritmo de estrechamiento de las holguras, es más rápido, eso debiera configurar un curso de acción monetario restrictivo más rápido que en el caso contrario.

4



El Presidente señor Corbo señala que lo expuesto por el señor Ministro es una de las variables que se consideran, pero lo que sí está claro es que el Banco está partiendo de una situación en la cual la tasa de política monetaria está muy por debajo de cualquier estimación de tasa neutral. Agrega que el Banco ha decidido que esta reducción del estímulo monetario va a ser en forma pausada, en consecuencia entonces es robusta la decisión de pausada respecto a estimaciones que uno tenga del *gap*. Señala que es efectivo que si el *gap* se va reduciendo, no hay duda que eso va creando más presión inflacionaria en la medida que se va reduciendo el gasto.

Agrega el señor Presidente, que el Banco utiliza los modelos y también su propio juicio, ya que estamos con una tasa de interés hoy día sustancialmente por debajo de cualquier tasa neutral, en cualquier estimación que uno haga. El hecho que el producto esté creciendo fuerte y que los *gaps* se estén acortando indica que el proceso, es el momento de empezar a reducir pausadamente este estímulo monetario que se puso en condiciones muy distintas, Lo anterior, señala el señor Presidente, está relacionado con la velocidad a la cual se van achicando los *gaps*, pero no estamos discutiendo velocidad, estamos discutiendo básicamente mantener esto pausado. El principio de organización que tenemos para proyectar la inflación tiene que ver con que hay una curva de Phillips, o sea, los *gaps* son importantes desde el punto de vista para nuestra orientación, pero al final se efectúa un juicio. Agrega que si es la orientación central, tenemos un modelo, y tenemos que tener un esquema para hacer política y ese esquema es que tenemos una curva de Phillips, como tienen todos los bancos centrales.

El señor Ministro agrega que quisiera insistir que no se está refiriendo a la decisión puntual de ahora, sino lo que está tratando de entender finalmente es qué es lo que se está discutiendo porque esto es una discusión de IPOM, y no es solamente una discusión de esta coyuntura, sino que se trata de una discusión enfocada más en el largo plazo.

El Consejero señor De Gregorio señala que en este tema hay dos aspectos que considerar. El Primero es una discusión de modelo. Si en este modelo la brecha es distinta y la brecha se cierra, y suponiendo que en este modelo la brecha se cierra más rápido, obviamente uno esperaría, dado todo lo demás constante, que el ajuste de tasa, y la reducción del impulso monetario sería más rápido. Eso es dado el modelo.

En segundo lugar, señala que hay un aspecto técnico que no es trivial. Cuando se discute dentro de ese modelo lo que va a ser la política monetaria, y si el Banco discute la manera de modificarlo, también cambian todos los parámetros de ese modelo lo que no es trivial. Señala que si alguien le dice "lo que pasa es que llevamos tres años en los cuales nos hemos equivocado en esto y en esto", y si como consecuencia de ello hacemos ese cambio, obviamente estamos hablando de un modelo distinto, en cuyo caso la conclusión no le parece obvia. La conclusión sí le parece obvia si se dice "de aquí en el futuro nosotros vemos que esto se está cerrando más rápido, o más lento, desde donde estamos partiendo". Agrega que, quiere enfatizar el juicio que el Banco usa en las reuniones de política monetaria. Se han enfatizado mucho que las decisiones en las reuniones de política monetaria están de acuerdo a la coyuntura que existe en ese momento, lo que se puede prever que va a ocurrir, pero que en ningún caso significa que se está amarrando un juicio específico.



Interviene el señor Ministro para señalar que es relativamente evidente que cada decisión y cada comunicado que efectúa el Banco no solo alteran la instancia monetaria de ese momento, sino que también las expectativas que el mercado se forma respecto del curso futuro. En consecuencia, pregunta si esa trayectoria de normalización hacia una tasa neutral que no se sabe cuál es, pero que se sabe que es más arriba, tiende a ser más apresurada, más lenta, en función de qué tan rápido se cierra el *gap*. Agrega que había entendido de la reunión de la mañana que lo señalado aparentemente no dependía de qué tan rápido aumentara el producto potencial, porque pareciera ser, que el curso futuro esperado para el producto efectivo depende de un cierto supuesto sobre el producto potencial, porque si se sube, entonces habría un efecto riqueza que aparentemente haría que el curso del producto efectivo fuera también más rápido. Entonces, señala que al final no sabe si es relevante o no es relevante mirar qué tan rápido va la tasa de inversión, qué tan rápido van los factores de oferta, para efectos de hacer la discusión que van a tener.

El Gerente de División Estudios señala que el Banco ha efectuado la revisión del producto potencial del Informe con el anterior. Señala que hay que darle consistencia en el tiempo también a este diagnóstico y agrega que en el tiempo se ha aumentado el crecimiento del PIB potencial justamente porque existieron shocks tanto de actividad -que podrían influir en la PTF-, como porque la inversión iba más rápido. Señala haber entendido que si no se hubiese tenido un shock de inversión tendríamos un poquito menos de PIB potencial, etc. Ahora, respecto de cuánto uno corrige eso en el escenario central, señala que como se dijo claramente en la mañana, es bastante menos que lo que se está corrigiendo en las proyecciones de crecimiento porque hay al final cierre de brechas. En opinión del señor Gerente, es muy difícil hacer el juicio de que con los datos existentes, las brechas se están ampliando o cerrando más lento de lo que se esperaba antes. Por el contrario, piensa que las brechas se van cerrando más rápido de lo que se pensaba hace seis meses. Señala haber entendido en la mañana que el Ministro en el fondo decía por qué no podemos asumir que se están cerrando a la misma velocidad o incluso ampliando, porque hay shocks de oferta muy favorables. Al respecto, señala que el escenario central no contempla esto. Para ser bien claro, dicho escenario contempla un cierre de brecha a un ritmo algo mayor, lo que en su opinión piensa que es la manera más directa, más defendible dentro de todas las posibilidades.

El señor Ministro señala que quiere precisar al Consejo la razón de su consulta. Expresa que la ley lo obliga y le exige por tanto, participar en este Consejo y, en consecuencia, el sentido que el Gobierno le da a su participación en el Consejo es que pueda hacer valer los puntos de vista del Gobierno. Agrega, que para ello se necesita que el diálogo sea fecundo, y en consecuencia compartir una cierta forma de entender lo que se analiza. Señala que todo depende del punto de partida. Señala que ciertamente si nos situamos respecto de seis meses a esta parte, la innovación predominante ha sido una aceleración del *output* efectivo y, por tanto, respecto a cómo se miraba la economía hace seis meses atrás. Agrega que la mayor novedad es que a estas alturas el *gap* está algo más pequeño de lo que se habría pensado hace seis meses atrás, lo que acepta. Sin embargo, agrega que no es menos cierto que en lo más reciente la tasa de inversión se ha acelerado, todo lo demás constante, e insiste que la magnitud de la aceleración del *output* efectivo es la primera derivada. La segunda, es que la tasa de inversión se está acelerando.

2 1/



El Consejero señor Marfán estima que lo que hay que hacer, y lo que destaca como una sugerencia, es tener una Minuta sobre este tema. Cree que es un tema muy importante y va a seguir siendo importante en lo que resta del año. Manifiesta que tiene dudas parecidas a las del señor Ministro y lo planteó previamente en reuniones porque en su concepto hay demasiadas cosas involucradas al mismo tiempo. Señala que si uno tiene un crecimiento del PIB potencial permanentemente más alto, entonces se podría tener también una tasa neutral de política que sería mayor de la misma manera como sería la tasa de crecimiento de largo plazo. Indica que no está tan convencido de que lo anterior tenga que ser así. Señala que a lo mejor la velocidad a la cual se va corrigiendo en el corto plazo tiene que ser mayor porque tiene que llegar a un punto más alto. Sin embargo agrega que detrás de esas aseveraciones tiene la impresión de que hay una multiplicidad de supuestos y de consideraciones que hay que discutir. Si el crecimiento es más alto también se podría pensar que el ritmo de apreciación de la moneda debería ser más alto. Señala que si eso es así y si hay arbitraje de tasas de interés entonces se debería converger a una tasa de interés mas baja para una misma tasa internacional y no más alta, porque si se tiene la tasa de interés internacional más menos las variaciones en el tipo de cambio, entonces, la única manera en que el modelo corrige eso es poniéndole un riesgo país más alto, lo cual no pareciera ser consistente con tener una tasa de crecimiento más alta.

El Presidente señor Corbo señala que continuarán los esfuerzos para clarificar estos temas, tanto internamente como también con el señor Ministro. Agrega que la reunión de política monetaria que tenga lugar en cuatro meses contados desde ahora se contará con un avance significativo en esta dirección.

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

Al respecto, el señor Gerente de División señala que:

1. En la reunión de política monetaria de diciembre, el Consejo decidió mantener la tasa de interés de política en 2,25%. Con los antecedentes disponibles se concluía que, a diferencia de los meses previos, la actividad no tenía una aceleración adicional que las medidas de la tendencia inflacionaria seguían aumentando lentamente desde niveles reducidos y que el ritmo de aumento de los costos seguía siendo acotado. Se consideró que tanto subir como mantener la tasa de política monetaria era coherente con la estrategia de normalización pausada de la política monetaria, la cual no cambiaba con la información disponible. Se decidió que mantener la tasa era apropiado para justamente remarcar la gradualidad del proceso de normalización. En el comunicado respectivo, el Consejo reafirmó que, en el escenario más probable, continuaría 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.
2. Los antecedentes acumulados desde la última reunión dan cuenta de que continúan las principales tendencias observadas en la economía nacional en los últimos meses, con una inflación acotada y una actividad más dinámica, todo ello en un entorno internacional favorable. En efecto, las cifras de crecimiento económico continúan altas y han sido algo superiores a las proyectadas. La inversión sigue aumentando en la tendencia de los últimos meses y, más allá de temas de registro de alta frecuencia, las exportaciones siguen creciendo con fuerza. La creación de empleo ha confirmado su dinamismo de los últimos tres meses y se aprecian expectativas positivas. En paralelo, las medidas de la tendencia inflacionaria siguen repuntado desde niveles reducidos, aunque la inflación subyacente

4



IPCX1 una vez más se situó marginalmente por debajo de lo presupuestado. El ritmo de aumento de los distintos costos sigue siendo sorprendentemente acotado, en particular los costos laborales unitarios privados, que caen en 12 meses en lo más reciente (y pesan casi 75% en la estructura de costos del IPCX1), y el tipo de cambio multilateral, que tuvo una disminución real cercana a 2,5% desde la última reunión (y pondera poco menos de 10% en ese mismo indicador). Finalmente, las distintas medidas de expectativas de inflación se mantienen por debajo de 3%, en particular la compensación inflacionaria en instrumentos financieros a distintos plazos.

3. De acuerdo con las proyecciones preparadas para el Informe de Política Monetaria, este cuadro de dinamismo del sector real, de inflación reducida aunque aumentando gradualmente, e incremento tenue de los costos implica que la inflación continuará siendo baja en el corto plazo, pero aumentará progresivamente más adelante. En particular, se espera que, en promedio, la inflación se ubique en el piso del rango meta en los próximos cuatro trimestres, para aumentar hacia 3% el año siguiente. Todo ello bajo el supuesto de trabajo de un aumento paulatino de la tasa de política monetaria. Los antecedentes acumulados, por lo tanto, no parecen suficientes como para modificar la estrategia de normalización pausada de la política monetaria. De hecho, la trayectoria de la tasa de política monetaria implícita en las proyecciones no difiere mayormente de la considerada en las proyecciones de septiembre pasado.
4. Con estos antecedentes, y al igual que en los últimos meses, se puede descartar la opción de disminuir la tasa de interés. A continuación, el señor Valdés analiza las opciones de mantenerla, o aumentarla en una magnitud a determinar.
5. Por un lado, la opción de no aumentar la tasa de política monetaria podría justificarse si se evalúa necesario una normalización más lenta a la contemplada en el escenario central de proyecciones, o incluso postergarla por un tiempo. Esto porque dos meses consecutivos sin aumentos no parecen coherentes con el ritmo utilizado como supuesto de trabajo en las proyecciones actuales, e incluso se alejan de lo implícito en las tasas de interés de mercado para el mediano plazo, salvo que se considere como probable hacer aumentos significativos de la tasa de política monetaria más adelante, lo cual es en principio poco deseable. Sin aumentos más bruscos más adelante, una estrategia de normalización postergada implicaría una proyección de inflación en el escenario central más elevada, por encima de 3% para el mediano plazo, lo que hace poco recomendable esta opción.
6. Por otro lado, se podría argumentar a favor de un aumento mayor a 25 puntos base, tomando en cuenta el dinamismo que está exhibiendo la economía, el que se acompaña con un considerable impulso monetario (refrendado en una tasa de interés real cercana a cero en un plazo de un año y un marcado crecimiento del crédito y de los agregados monetarios), y el hecho de que varios de los escenarios de riesgo configuran un balance posiblemente sesgado al alza hacia la inflación, especialmente en el mediano plazo. A ello se agrega que no es evidente que un aumento de esta magnitud sea contradictorio con el ritmo de normalización supuesto en las proyecciones, si más adelante hay pausas. Sin embargo, es discutible que un aumento como éste pueda entenderse como parte de un proceso pausado, especialmente después de que se mantuvo la tasa de política monetaria en condiciones que apuntaban a un panorama de mediano plazo similar al que se enfrenta en esta reunión. Por lo tanto, sería una dosis que, por coherencia temporal, parece excesiva. Además, en caso de estimarse como adecuada, es posible de repartir en más de una reunión.
7. Finalmente, un aumento de 25 puntos base en esta reunión es coherente con el ritmo de normalización considerado en las proyecciones, el que permite mantener la inflación proyectada en torno a 3% en el horizonte habitual de política.

H



8. Respecto de elementos de táctica, cabe mencionar que, dependiendo de la encuesta, una parte importante o una mayoría relativa del mercado y analistas, no espera un aumento en esta reunión, lo cual es una situación que se previó en la reunión de un mes atrás. Sin embargo, una eventual mantención de la tasa de política monetaria podría reafirmar una percepción errónea de que se persigue una normalización más lenta del estímulo monetario, o, aun peor, que una alta inflación mensual es un requisito previo a aumentar la tasa, cuando lo relevante para esta decisión son las proyecciones de mediano plazo. En todo caso, dadas las expectativas prevalecientes, cabe suponer que un alza de 25 puntos base tendrá algunos efectos en precios financieros, en el sentido opuesto a los que tuvo la decisión de la reunión pasada, cuando se esperaba un alza. Sin embargo, en la medida en que se mantenga la percepción de que la trayectoria de normalización seguirá siendo pausada y no ha cambiado mayormente, las magnitudes involucradas deberían ser acotadas.

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

El Gerente de Investigación Económica, señor Klaus Schmidt-Hebbel, manifiesta que considerando el intenso impulso monetario actual, reflejado en una tasa de interés real de corto plazo ex ante cercana a 0%; el elevado crecimiento de la actividad y del empleo; la proyección de cierre completo de la brecha del producto en aproximadamente dos años, de acuerdo al escenario central; los rezagos con que actúa la política monetaria y el horizonte de la política de 12 a 24 meses, coherente con dichos rezagos; la proyección de la normalización de las TPM hasta llegar a aproximadamente un 7% en dos años en el escenario central, lo que requiere de aumentos de 24 puntos base promedio en los siguientes 12 meses, y, *last but certainly not least*, la mantención de la TPM en la reunión anterior, se desprenden sólo dos alternativas de política recomendables para esta reunión, consistentes con las proyecciones del IPOM que se publicará en breves días: elevar la tasa de política monetaria en 25 puntos base o en 50 puntos base.

A la luz de las expectativas de mercado, señala que se inclina por recomendar un alza de 25 puntos base en esta ocasión.

El señor Ministro de Hacienda expresa que al escuchar la intervención del señor Klaus Schmidt-Hebbel respecto de las opciones y en relación a las de los meses pasados, se va a leer la misma dosis o más rápida. No cree tener en la memoria que se haya recomendado que la opción haya sido bajar 0, 25, 50 puntos base. En el fondo, señala que todo lleva a concluir del análisis que la media está en 25 y puede ser o 50 o 0 lo que es claramente superior a la dosis que se ha conversado en la reunión pasada. Es más, agrega que en dos años se cierra la brecha. El señor Ministro señala que tiene dudas que lo anterior sea así, y que ojalá lo fuera por los desempleados de este país, pero que no lo tiene claro.

Indica que, en síntesis la propuesta de Estudios en el sentido que el mercado va a leer o la misma dosis o más, y que no visualiza en base a qué antecedentes entre la reunión pasada y ésta, pudiera hacer leer al mercado esa recomendación. Agrega, que sí ha visto que las perspectivas de inversión y, por tanto, de recuperación en el mediano plazo de la capacidad potencial han mejorado, y en consecuencia, más allá de cuál sea la decisión en esta reunión, pide al Consejo extrema cautela en lo que se comunique en la Minuta de esta Sesión, particularmente, porque dada la experiencia de la última vez, toda la reunión es comunicada en la Minuta e interpretada profusamente en la prensa. Un ejemplo de esto es un artículo del Economista señor Juan Andrés Fontaine, quien el mes pasado, fue bastante elocuente respecto de su visión de cómo estas comunicaciones en el pasado han afectado la estructura de las tasas, del tipo de cambio y otras materias.

14



El Presidente señor Corbo indica que el Banco está consciente respecto de los inconvenientes de ser lo más transparente posible comunicándole al mercado sin compromiso, sino que con la información que se tiene hasta esta fecha, no se está afirmando qué va a pasar con la tasa de la próxima reunión mensual. Señala que lo que se está tratando de analizar es cómo comunicarle al mercado la política del Banco para así aumentar la efectividad de las mismas. Señala que en el futuro próximo se tendrá una evaluación de qué información se da en las Minutas. También expresa que se ha sido cuidadoso en explicarle a la prensa la diferencia entre lo que piensa el staff y lo que piensa el Consejo, pero en definitiva la decisión última la toma el Consejo.

El Consejero señor De Gregorio indica que quiere hacer una observación sobre este tema. Al respecto, señala que su visión es que la transparencia ayuda mucho y su límite se encuentra en la medida que empiece a entorpecer el manejo de la política monetaria. Cree que, por lo menos, desde su punto de vista o del Consejo y del staff es muy importante tener la plena conciencia que lo que se dice en esta reunión va a ser editado como una Minuta. Por lo tanto, cree que, en ese sentido, el Ministro levanta un tema que es importante o que les recuerda la responsabilidad al tener que hacer sus afirmaciones, ya que ellas de alguna manera van a dar señales al mercado y no quiere que en vez de aportar con transparencia y mejor claridad termine produciendo confusión. Estima que esa es una responsabilidad que a todos les corresponde asumir, particularmente en lo que precisa al staff, porque al final los responsables son los Consejeros.

El señor Rodrigo Valdés señala que hay un proceso de edición de lo que se comunica, y recuerda que en ediciones pasadas, de los últimos meses, sí han habido opciones de 50 puntos base.

El Gerente de División Política Financiera, señor Luis Oscar Herrera, en relación a este tema, expresa que no interpreta que sea necesario decir que se va intensificar la dosis y que se ha cambiado el ritmo de gradualidad. Señala que dentro de este ritmo pausado, hay una trayectoria que la más simple puede ser lineal para llegar al mismo punto de aquí a 12 meses y otra, que puede ser un poco más *front loaded*, o *back loaded*, dependiendo de los riesgos. Estima, que hoy día los riesgos que se presentan, dado el mayor crecimiento del producto, y todas las incertidumbres que existen, apoyan la posibilidad de poder adelantar en algo ese ajuste y dejar la pausa para el período posterior.

El Presidente señor Corbo consulta si hay otro punto en esta discusión.

El Consejero señor Desormeaux expresa que resulta conveniente aclarar que mucho antes que se publique la Minuta de esta Acta va a estar disponible el Informe de Política Monetaria, que incursiona mucho más a fondo en todos estos temas y, de este modo, piensa que realmente va a ser dicho documento el que va a recibir el escrutinio público. En su opinión, no le parece que sea esta Acta lo que llame la atención sino que más bien el Informe de Política Monetaria.

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

24



El Consejero señor Manuel Marfán, señala que en primer lugar agradece el análisis del staff y comparte que no hay elementos de sorpresa significativos respecto de la reunión de política monetaria anterior. Si bien la cifra de crecimiento es marginalmente superior a la anticipada, también la inflación subyacente IPCX1 es marginalmente inferior a la anticipada y el peso se ha apreciado en las semanas recientes más allá de la depreciación internacional del dólar. En este contexto, las mismas consideraciones tácticas que motivaron mantener la tasa de política monetaria en 2,25% en la reunión anterior, aconsejan elevarla en 25 puntos base en esta oportunidad. Se trata de aportar señales al mercado de qué significa pausado, de manera de hacer menos oscilantes las expectativas respecto de la evolución más probable de la tasa de política monetaria. Una de las opciones analizadas por el staff es elevar la tasa de política monetaria en 50 puntos base, en esta oportunidad. Al respecto, le parece que esa opción debió descartarse tan rápidamente como se hizo con una reducción de la tasa, ya que ambas alternativas comparten el representar un quiebre en el camino trazado. Desde esta perspectiva, aunque claramente la opción más plausible en esta ocasión es la de normalizar la tasa en 25 puntos base, la única otra digna de haberse analizado, a su juicio, era la de mantenerla en su nivel actual. Al igual que en otras ocasiones, el mencionar una estrategia de normalización de la tasa de política monetaria con consideraciones tácticas de corto plazo, no debe implicar, bajo ningún punto de vista, que el Consejo está asumiendo compromiso alguno respecto de sus decisiones en futuras reuniones de política monetaria. Por el contrario, el Consejo debe mantener todos los grados de libertad para alterar el rumbo trazado sobre la base de noticias y eventos que no estén incluidos en el escenario base. Pero con la misma convicción, es necesario reiterar que la normalización de la economía requiere también una normalización del elevado impulso monetario actual, las oscilaciones de corto plazo de las distintas medidas de inflación no deben distorsionar el objetivo de llevar la inflación a un rango centrado en 3% en el horizonte de 24 meses. Por las razones ya señaladas vota por elevar la tasa de política monetaria en 25 puntos base, de manera de situarla en 2,5%.

La Consejera, señora María Elena Ovalle señala que como se desprende de la presentación de la Gerencia de División Estudios, la economía chilena continúa enfrentando un favorable entorno internacional que ha contribuido a fortalecer la clara expansión de la actividad económica doméstica y el cierre de brechas asociado a este panorama. En el mercado laboral, el último registro de desempleo resultó por sobre la cifra de igual trimestre móvil del año anterior. No obstante, la evolución de los indicadores de creación de empleos y expansión del empleo asalariado, muestran una tendencia positiva que se ha afianzado. Los indicadores inflacionarios estuvieron algo por debajo de los proyectados en la reunión de diciembre, especialmente por movimientos puntuales en el rubro transportes. Por otra parte, los antecedentes provenientes de los salarios y costos continúan sin introducir presiones sobre la inflación. No obstante, las expectativas inflacionarias de mediano plazo continúan ancladas al rango meta.

Considerando estos antecedentes, señala que es evidente que el nivel actual de la tasa de política monetaria no es sostenible en el tiempo dado el panorama de crecimiento que se nos presenta. Estos argumentos afianzan la idea de que la economía estaría necesitando un menor impulso monetario que el vigente, sobre todo porque su trayectoria se ha presentado permanentemente por sobre nuestras estimaciones. Así, un alza de 25 puntos base de la tasa de política monetaria es consistente con la estrategia de retiro pausado de las condiciones expansivas prevalecientes y el tránsito gradual a una tasa de política más neutral. Asimismo, se debe tener en cuenta que las proyecciones de inflación presentadas por la Gerencia de División Estudios tienen implícito un aumento gradual de la tasa de política monetaria para alcanzar el objetivo de 3% en el horizonte de política.



Indica, que concuerda en esta oportunidad con lo discutido en reuniones anteriores, en que un primer hito importante para seguir con este paso mesurado de ajuste, sería dejar atrás una tasa real de política negativa como la prevaleciente bajo las condiciones actuales. También considera que un alza de 25 puntos base, indicaría al mercado que las decisiones de política monetaria no son tomadas en base a hechos puntuales o de un mes en particular que afectan a la inflación y al crecimiento, sino en cómo estos antecedentes van o no modificando las tendencias y perspectivas que marcan el horizonte mediano y largo que les interesa como Consejo. Asimismo, un movimiento en dicha magnitud probablemente no generará un gran impacto en las cifras, por cuanto es de consenso que el proceso de normalización debe continuar. Por lo tanto, una medida preventiva como el alza acotada que propone la Gerencia de División Estudios, los deja en buen pie para seguir evaluando en el futuro nuevas políticas coherentes con este entorno más dinámico y nuestra meta inflacionaria de 3%. Es por ello, que vota por una alza de 25 puntos base en la tasa de política monetaria en esta reunión.

El Consejero señor Jorge Desormeaux, indica que comparte el diagnóstico de la Gerencia de División Estudios y este diagnóstico reconoce dos tendencias que efectivamente no son nuevas, pero que se han ido reforzando en los últimos meses. La primera es que se tiene una actividad más dinámica de la que se esperaba algunos meses atrás, especialmente a partir del tercer trimestre y que todo hace prever que se va a extender hacia buena parte del presente año y esto se traduce en un cierre más rápido de las brechas y de las holguras de lo previsto. La segunda tendencia es que la inflación en el corto plazo se ha mantenido acotada con IPC negativo en diciembre y tal vez en los primeros meses del año en curso. En ello ha influido la favorable evolución de los costos laborales como se ha destacado y la apreciación del tipo de cambio multilateral. Sin embargo, como nos advierte la Gerencia de División Estudios, el cierre más rápido de la brecha del PIB significará una aceleración posterior de la inflación y dados los rezagos con que actúa la política monetaria, corresponde continuar con la política de normalización pausada de la misma. Se pregunta el señor Consejero si es compatible esa estrategia con mantener la tasa de política monetaria inalterada en esta reunión. Su opinión, al igual que lo señalado por la División de Estudios, es que no, porque mantener la tasa de política monetaria inalterada en la reunión de hoy tiene dos riesgos, el primero es que se confunda la estrategia del Consejo del Banco Central, en el sentido que se entienda que éste reacciona frente a shocks de oferta y que va a esperar a tener un alza en la inflación efectiva antes de elevar su tasa de política monetaria; el otro riesgo importante es que se tenga posteriormente que, alterar esa estrategia de ajuste pausado, y se deba optar por un ajuste brusco de la tasa de política monetaria o incluso renunciar a la meta inflacionaria. Ambos riesgos son amenazas importantes para la efectividad de la política monetaria. Por lo anterior, señala que es partidario de realizar un ajuste moderado en la tasa de política monetaria en esta reunión de 25 puntos base, y por consiguiente su voto es por subir la tasa de política monetaria en el monto señalado.

El Consejero señor De Gregorio expresa que tal como se indicó en la reunión de política monetaria de diciembre, de no subir las tasas ese mes, lo más probable es que debiéramos hacerlo en enero. No ha habido sorpresas significativas ni en materia inflacionaria ni por el lado de la actividad que le hagan cambiar dicha evaluación. Por lo tanto cree que en esta reunión, lo recomendable es subir la tasa de interés en 25 puntos base y, en consecuencia, vota en tal sentido.



Indica, que concuerda en esta oportunidad con lo discutido en reuniones anteriores, en que un primer hito importante para seguir con este paso mesurado de ajuste, sería dejar atrás una tasa real de política negativa como la prevaleciente bajo las condiciones actuales. También considera que un alza de 25 puntos base, indicaría al mercado que las decisiones de política monetaria no son tomadas en base a hechos puntuales o de un mes en particular que afectan a la inflación y al crecimiento, sino en cómo estos antecedentes van o no modificando las tendencias y perspectivas que marcan el horizonte mediano y largo que les interesa como Consejo. Asimismo, un movimiento en dicha magnitud probablemente no generará un gran impacto en las cifras, por cuanto es de consenso que el proceso de normalización debe continuar. Por lo tanto, una medida preventiva como el alza acotada que propone la Gerencia de División Estudios, los deja en buen pie para seguir evaluando en el futuro nuevas políticas coherentes con este entorno más dinámico y nuestra meta inflacionaria de 3%. Es por ello, que vota por una alza de 25 puntos base en la tasa de política monetaria en esta reunión.

El Consejero señor Jorge Desormeaux, indica que comparte el diagnóstico de la Gerencia de División Estudios y este diagnóstico reconoce dos tendencias que efectivamente no son nuevas, pero que se han ido reforzando en los últimos meses. La primera es que se tiene una actividad más dinámica de la que se esperaba algunos meses atrás, especialmente a partir del tercer trimestre y que todo hace prever que se va a extender hacia buena parte del presente año y esto se traduce en un cierre más rápido de las brechas y de las holguras de lo previsto. La segunda tendencia es que la inflación en el corto plazo se ha mantenido acotada con IPC negativo en diciembre y tal vez en los primeros meses del año en curso. En ello ha influido la favorable evolución de los costos laborales como se ha destacado y la apreciación del tipo de cambio multilateral. Sin embargo, como nos advierte la Gerencia de División Estudios, el cierre más rápido de la brecha del PIB significará una aceleración posterior de la inflación y dado los rezagos con que actúa la política monetaria corresponde continuar con la política de normalización pausada de la misma. Se pregunta el señor Consejero si es compatible esa estrategia con mantener la tasa de política monetaria inalterada en esta reunión. Su opinión, al igual que lo señalado por la División de Estudios, es que no, porque mantener la tasa de política monetaria inalterada en la reunión de hoy tiene dos riesgos, el primero es que se confunda la estrategia del Consejo del Banco Central, en el sentido que se entienda que éste reacciona frente a shocks de oferta y que va a esperar a tener un alza en la inflación efectiva antes de elevar su tasa de política monetaria; el otro riesgo importante es que se tenga posteriormente que acelerar la estrategia de ajuste pausado, alterar esa estrategia más bien dicho, y se deba optar por un ajuste brusco de la tasa de política monetaria o incluso renunciar a la meta inflacionaria. Ambos riesgos son amenazas importantes para la efectividad de la política monetaria. Por lo anterior, señala que es partidario de realizar un ajuste moderado en la tasa de política monetaria en esta reunión de 25 puntos base, y por consiguiente su voto es por subir la tasa de política monetaria en el monto señalado.

El Consejero señor De Gregorio expresa que tal como se indicó en la reunión de política monetaria de diciembre, de no subir las tasas ese mes, lo más probable es que debiéramos hacerlo en enero. No ha habido sorpresas significativas ni en materia inflacionaria ni por el lado de la actividad que le hagan cambiar dicha evaluación. Por lo tanto cree que en esta reunión, lo recomendable es subir la tasa de interés en 25 puntos base y, en consecuencia, vota en tal sentido.

4



El Presidente, señor Vittorio Corbo señala, que tal como lo ha mostrado la Gerencia de División Estudios, las últimas cifras de actividad no hacen más que confirmar que la economía está en una senda expansiva. Además, las perspectivas son que esta expansión continúe siendo robusta impulsada por la mantención de condiciones externas favorables y un impulso macroeconómico que persiste. En este escenario, las holguras de capacidad se seguirán reduciendo y a un ritmo más rápido que lo previsto con anterioridad. Como resultado, aumenta el riesgo que hacia el final del horizonte de proyección la inflación supere en forma holgada el centro del rango meta.

En estas circunstancias, con una tasa de política monetaria muy por debajo de cualquier estimación de una tasa neutral, lo más aconsejable es continuar con el proceso de normalización de la política monetaria. Este curso de política hace más probable que podamos continuar con una reducción pausada del marcado estímulo monetario, para de este modo reducir la probabilidad que más adelante se tengan que introducir aumentos más pronunciados en la tasa de interés para poder cumplir con el objetivo de mantener la inflación centrada en 3% en el horizonte habitual de política.

Así, continuar el proceso gradual de acercar la tasa de política monetaria a la tasa neutral ahora provee una suerte de seguro contra aumentos más abruptos y costosos de la tasa en el futuro si nos encontramos con la desagradable sorpresa que la inflación comienza a alejarse en forma persistente de nuestra meta. Por supuesto que éstas son direcciones de política condicionales al escenario central que se tiene sobre la evolución de la inflación y sus principales determinantes en los próximos meses y, por lo tanto, no constituyen un compromiso de política futuro. Señala que el único compromiso que tenemos es mantenerse atentos para intentar que la inflación se mantenga dentro de la meta del 3% en el horizonte de política.

Por lo anterior, señala que su voto es por un aumento de 25 puntos base en la tasa de política monetaria.

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

72-01-050111 – Tasa de Política Monetaria.

Se acuerda aumentar la tasa de interés de política monetaria a 2,5% anual. Los tramos de la línea de crédito de liquidez se mantienen en el mismo nivel.

Siendo las 17.10 hrs. se retiran de la Sala el señor Ministro de Hacienda, señor Nicolás Eyzaguirre Guzmán y la Asesora Macroeconómica del Ministerio de Hacienda, señora Bernardita Piedrabuena Keymer.

III. Comunicado

“ En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central resolvió, por unanimidad, aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base hasta 2,5% anual.

4



La información disponible muestra que siguen verificándose las principales tendencias identificadas en meses recientes: una inflación acotada y una actividad crecientemente dinámica. En un entorno internacional que se mantiene favorable y condiciones monetarias marcadamente expansivas, la actividad y el gasto interno mantienen un ritmo de crecimiento elevado. La inversión y las exportaciones siguen creciendo a tasas elevadas, se afianza un mayor dinamismo del empleo y de la fuerza de trabajo, y las expectativas privadas son auspiciosas. Las presiones inflacionarias que se derivan de este escenario de cierre de brechas de capacidad hacen necesario continuar con la normalización del impulso monetario.

Más allá de los vaivenes que resultan de los cambios en los precios de los combustibles, las medidas de inflación han aumentado lentamente, en particular las subyacentes (que excluyen algunos bienes cuyos precios son más volátiles). Los costos han mantenido un ritmo de incremento tenue, en especial los laborales, lo que ha contribuido a mantener reducidos los niveles de inflación. Esto ha permitido mantener la gradualidad en la reducción del estímulo monetario.

El Consejo reafirma que, en el escenario más probable, continuará reduciendo pausadamente la marcada expansividad monetaria con el objetivo 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 17.50 horas.

JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Vicepresidente

VITTORIO CORBO LIOI
Presidente

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Consejero

MARÍA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera

MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero

NICOLÁS EYZAGUIRRE GUZMÁN
Ministro de Hacienda

JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR
Ministro de Fe (S)

24