



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.



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).



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 elevadas 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.



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*.



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 mediato. 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 sobrereaccionado, 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)

4