

Reunión de Política Monetaria

MAYO 2004

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

Reunión de Política Monetaria

Correspondiente a la Sesión de Política Monetaria N° 62 celebrada el 13 de mayo de 2004

Asisten el presidente don Vittorio Corbo Lioi, el Vicepresidente don José De Gregorio Rebeco y los Consejeros doña María Elena Ovalle Molina, don Jorge Desormeaux Jiménez y don Manuel Marfán Lewis.

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

Asiste también el señor Ministro de Hacienda, don Nicolás Eyzaguirre Guzmán, y especialmente invitada, la Asesora Macroeconómica del Ministerio de Hacienda, señora Bernardita Piedrabuena Keymer.

1. Antecedentes

La Gerencia de División Estudios presenta los principales antecedentes para la reunión.

En los últimos meses, el escenario externo que enfrenta la economía chilena mejoró, en especial como consecuencia del incremento del precio del cobre. Se estima que el país está enfrentando este escenario de manera saludable, incluyendo un superávit de cuenta corriente durante este año. Este resultado es coherente con la evaluación de que parte de estos procesos son transitorios. Aunque con las oscilaciones propias de las cifras de mayor frecuencia, el ritmo de crecimiento de la actividad, el gasto y la inversión ha continuado aumentando gradualmente, mientras el escenario de inflación reducida para este año se ha ido materializando. Hacia delante, se espera

que el dinamismo de la actividad continúe reduciendo las holguras de capacidad instalada y que la inflación se acerque paulatinamente desde sus bajos niveles actuales al 3% durante el horizonte habitual de política de 24 meses.

El escenario externo pertinente para Chile ha mejorado más allá de lo proyectado a principios de este año. El crecimiento esperado para el año aumentó en casi todas las principales zonas económicas del mundo y, de darse el escenario que se considera más probable, el crecimiento mundial del bienio 2004-2005 sería claramente superior a su promedio histórico. Las perspectivas de mayor crecimiento se han consolidado sobre todo en Estados Unidos de América, donde se aprecia un mayor ritmo de creación de empleos y un repunte de la inflación. La economía china ha mostrado una fuerte aceleración, que sus autoridades están intentando reducir a un nivel más sostenible debido a sus consecuencias inflacionarias. Esto ha sido un factor central en el incremento de los precios de diversas materias primas de exportación, en particular el cobre, y ha inducido aumentos en los costos de transporte marítimo y en diversos insumos para la producción. Los riesgos geopolíticos se han mantenido en el Medio Oriente, los que junto al ritmo de expansión de la demanda internacional han hecho aumentar el precio del petróleo notoriamente desde sus niveles de hace un par de trimestres. Así, los antecedentes que indican un mayor nivel de actividad en el tiempo, sobre todo en China y Estados Unidos de América, han estado acompañados de señales de que la caída de la inflación a nivel internacional estaría llegando a su fin. Ello se aprecia tanto en los registros inflacionarios de importantes zonas económicas como en el incremento del nivel general de precios en dólares en el mundo. Con ello, los mercados financieros han vuelto a esperar que el proceso de normalización de la muy expansiva política monetaria en Estados Unidos de América se inicie relativamente pronto, situación que ya ocurre en otras economías como Inglaterra.

En cuanto al precio del cobre, el renovado vigor de la economía mundial lo llevó en momentos a niveles no vistos desde mediados de la década pasada y se espera que se ubique en promedio en US\$ 1,18 y US\$ 1,10 por libra este año y el próximo. Con los antecedentes disponibles se estima que los términos de intercambio aumentarán cerca de 13% durante el año 2004.

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

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

Luego de los recortes recientes a la tasa de política monetaria, las tasas de colocación de los créditos de consumo han tenido descensos más rápidos que los observados en otros episodios de relajamiento monetario. Ello ocurrió, probablemente, por el menor riesgo de la cartera de clientes del sistema financiero, condiciones macroeconómicas más positivas en términos de actividad y empleo, y el uso de alternativas de financiamiento distintas de las bancarias por parte de grandes corporaciones, han potenciado la competencia. Las colocaciones de consumo mantienen un dinamismo relevante, con ritmos de expansión de dos dígitos desde hace varios trimestres, mientras las colocaciones de vivienda también presentan un fuerte crecimiento desde comienzos de 2003, junto con una reducción de las tasas de las letras de crédito a niveles históricamente bajos. En el caso del crédito a empresas, las colocaciones comerciales del sistema bancario mantienen una trayectoria plana, no obstante lo cual el entorno de financiamiento que enfrentan las empresas es favorable. Para las empresas más grandes, los recargos financieros de los bonos corporativos muestran una caída importante desde principios del año pasado, en conjunto con un incremento de las colocaciones de bonos que continúa. La carga financiera de otras fuentes de financiamiento también ha caído respecto de lo que se apreciaba a fines del año pasado. Para las empresas pequeñas, las alternativas de financiamiento menos tradicionales, tales como el leasing y el factoring, han mostrado tasas de crecimiento sustanciales. Con todo, una medida amplia del endeudamiento corporativo, que incluye no solo colocaciones bancarias y de bonos sino que además deuda externa (a un tipo de cambio dado) muestra un incremento de 3,5% a diciembre de 2003.

El peso ha perdido valor en términos nominales y reales desde principios de año, aunque más marcadamente frente al dólar estadounidense que frente a una canasta más amplia de monedas, y especialmente durante las últimas semanas. Esto ha ocurrido pese a la mejora mostrada por los términos de intercambio (relación entre los precios de los productos de exportación e importación). Se estima que parte del aumento del tipo de cambio de los últimos meses refleja la mayor expansividad de la política monetaria interna, las perspectivas de alzas de tasas en el exterior más cercanas, el incremento de los spreads soberanos emergentes, la menor debilidad del dólar y la corrección a una posible sobre-reacción ocurrida en el segundo semestre del año pasado. En todo caso, como asunto metodológico para la realización de proyecciones, se supone que el tipo de cambio real de largo plazo se ubica por

debajo de los niveles observados en los últimos días, lo que es coherente con la evolución de las condiciones de paridad de tasas de interés externas e internas y con las variables que lo determinan en el largo plazo. Este supuesto implica una pequeña apreciación real en los próximos ocho trimestres.

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

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

Si bien la inversión aún sigue mostrando un dinamismo algo menor que el habitual en esta etapa del ciclo, ha revertido parte de los bajos niveles del segundo semestre del año pasado. La evolución de la rentabilidad corporativa, las condiciones de financiamiento, la gradual disminución de las holguras de capacidad instalada, así como los indicadores de confianza empresarial, apuntan a que la recuperación de la inversión continuará afianzándose, aunque se esperan importantes vaivenes en la tasa de crecimiento anual de la formación de capital fijo por efectos de base de comparación. Reflejando la buena situación de precios que enfrentan, la mayor inversión ya se aprecia en algunas ramas manufactureras ligadas a la explotación de

recursos naturales y cuyas decisiones de producción están fuertemente vinculadas a la capacidad instalada. Este proceso se encuentra algo más rezagado en el caso de la minería, aunque existen algunos proyectos relevantes en etapa de desarrollo. El hecho de que las posibilidades de financiamiento no hayan sido restrictivas en los últimos años hace poco probable que las mejores condiciones externas lleven a un incremento brusco de la inversión propio de casos en que sí existe este tipo de restricciones. Es posible que sea necesario que los mayores precios de las materias primas de exportación y las perspectivas de crecimiento a tasas mayores tanto en Chile como en el mundo terminen de consolidarse para observar el repunte esperado de este componente del gasto.

El valor de las exportaciones netas se ha incrementado de manera significativa, esperándose que la balanza comercial llegue este año a un superávit histórico. Ello no es solo el resultado mecánico de los mejores precios de las exportaciones, sino también la contrapartida del mayor ahorro generado por la mejora del ingreso nacional.

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

Las proyecciones del sector privado para el crecimiento del PIB este año han aumentado respecto de enero, acercándose al centro del rango previsto. Según la encuesta de expectativas económicas del Banco Central, la mediana de las proyecciones de crecimiento para este año aumentaron desde 4,5% en enero a 4,8% en mayo. Para el año 2005, la proyección se ha mantenido en 5,0% desde enero a la fecha. Las estimaciones de Consensus Forecasts entre enero y mayo aumentaron desde 4,7% a 4,9% para este año, manteniéndose en torno a 5% para el año 2005. El Fondo Monetario Internacional prevé tasas de crecimiento de 4,6% y 5,3% para el 2004 y el 2005.

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

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

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

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

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

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

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

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

Es posible que el gasto interno reaccione en forma más intensa y rápida al mejor escenario externo que se prevé para este año y el próximo. El escenario de proyección contenido en este Informe considera que los rezagos que han afectado a la formación bruta de capital fijo en este ciclo se disipan de manera gradual. Sin embargo, no se descarta que una vez que se afiance el escenario externo se produzca un repunte

más intenso de este componente del gasto, por ejemplo, volviendo a los patrones observados durante la última década y media, lo que empujaría el crecimiento de la actividad por sobre lo considerado, sobre todo hacia el 2005.

2. Opciones

El Presidente solicita a la División Estudios que presente las opciones de política monetaria.

2.1. Presentación de opciones

En la reunión de política monetaria de abril, el Consejo decidió mantener la tasa de interés de política en 1,75% anual. En esta decisión se consideró que las cifras del sector real afianzaban las proyecciones de crecimiento para el año contenidas en el Informe de enero y que, si bien se mantenía la perspectiva de un aumento gradual de la inflación anual hasta 3% en el horizonte habitual, este proceso podría ser algo más pausado que lo estimado con anterioridad. En este contexto, se comunicó que las condiciones monetarias expansivas pueden extenderse por un tiempo algo más prolongado.

Desde la última reunión las principales noticias son las siguientes:

- La inflación de abril estuvo dentro de lo presupuestado, con un registro de inflación IPC marginalmente por encima del esperado y medidas subyacentes marginalmente menores.
- Se ha consolidado la visión de que la tasa de interés de política en Estados Unidos de América aumentará relativamente pronto, aunque de acuerdo con la comunicación de la Reserva Federal, se haría de manera gradual. Como consecuencia, la tasa de interés del bono del tesoro a diez años ha aumentado aproximadamente 50 puntos base en el último mes. Durante las últimas semanas se ha observado una mayor volatilidad en los mercados internacionales, con caídas de bolsas, aumentos de spreads soberanos y depreciaciones de distintas monedas frente al dólar.
- El precio del petróleo ha aumentado cerca de US\$ 5 por barril en un mes, ubicándose en torno a US\$ 38 en los últimos días. El precio del cobre ha descendido hasta el rango de US\$ 1,20- US\$ 1,24 por libra, casi 10 centavos menos que los precios que prevalecían hace un mes.

- En Chile, mientras las tasas de interés reajustables de mediano y largo plazo se han mantenido estables, las tasas nominales a dos y cinco años han aumentado entre 40 y 80 puntos base. Desde la última reunión, considerando el promedio de los últimos tres días en cada caso, el tipo de cambio nominal aumentó 7,5% mientras el tipo de cambio multilateral subió 4,8%.
- Los datos de actividad de abril estuvieron cerca de medio punto por sobre lo esperado en la reunión anterior. El mejor tono de los datos de actividad y gasto se aprecia tanto en los datos de Cuentas Nacionales para el primer trimestre, incluyendo un crecimiento de la inversión de sobre 6%, como en datos parciales de consumo, por ejemplo en las importaciones y ventas de bienes de consumo durables. A ello se agrega que algunos de los problemas técnicos enfrentados por la minería han sido solucionados. Con todo, los indicadores de expectativas de consumidores y empresarios han seguido disminuyendo mientras el mercado continúa sin mostrar señales de gran dinamismo.
- Las expectativas inflacionarias de mediano y largo plazo han seguido aumentando paulatinamente y se ubican más cerca del 3%. Por ejemplo, la compensación inflacionaria a cinco años se ubica sobre 2,5%, aproximadamente 75 puntos base sobre la de hace un mes.

Con los antecedentes revisados, en especial las proyecciones preparadas para el Informe de Política Monetaria, y al igual que en los últimos meses, la opción que aparece como la más plausible en esta reunión es mantener la tasa de política monetaria en su nivel actual.

Sin embargo, en esta oportunidad, y en contraste con el mes pasado, la opción de aumentar la tasa de interés está comenzando a ser una alternativa que merece mayor análisis. Considerando que la tasa de interés está claramente por debajo de cualquier medida de tasa neutral, es previsible que ella aumente en algún momento. ¿Puede ser este el momento indicado?

Por un lado, hay noticias con las que se podría argumentar a favor de iniciar la normalización de la política monetaria: las sorpresas que dieron tasas de inflación más reducidas que lo proyectado han cesado ya por dos meses y se observan registros mensuales coherentes con el rango meta; el mayor crecimiento de la actividad —con el correspondiente paulatino cierre de holguras— se ha ido consolidando; hay renovadas presiones de costos, y las expectativas de inflación se han recuperado. Al igual que en coyunturas pasadas, no parece razonable exagerar el énfasis sobre el efecto del incremento reciente del tipo de cambio y del petróleo sobre la inflación en el mediano plazo, y por ende sobre las decisiones de política monetaria. Por ahora se espera en el escenario central que estos shocks no persistan indefinidamente. En

su conjunto, estas noticias ya están incorporadas en las proyecciones de inflación revisadas, las que contienen implícitamente un impulso monetario comparable al que se deduce de la estructura de tasas de mercado. Los resultados ubican la inflación en el centro del rango meta a fines del horizonte de política. Ello implica que este no sería el momento indicado para aumentar la tasa de política monetaria. Cabe mencionar, además, que modelos alternativos tampoco muestran proyecciones alejadas del rango meta.

El análisis anterior es pertinente para el escenario central de proyecciones. Sin embargo, podría llegarse a una conclusión diferente considerando escenarios de riesgo. Por ejemplo, si el precio del petróleo y el tipo de cambio persistieran en sus niveles actuales la inflación sería más elevada. Ahora bien, a pesar de que en el escenario base se supone una desviación de un paseo aleatorio en algunos precios clave, parece prematuro establecer un balance de riesgos especialmente marcado. Específicamente, aunque existe el riesgo de que el precio del petróleo no disminuya como se prevé, tampoco se puede descartar que lo haga a una velocidad mayor. Asimismo, si bien podrían existir presiones cambiarias adicionales en un escenario de alzas más pronunciadas de tasas de interés internacionales, no se puede descartar que ésta resulte más suave que lo que esperan los mercados (por ejemplo, por la reacción reciente que han tenido las bolsas). Más importante, los riesgos que se enfrentan son en su mayoría shocks de costos, algunos de los cuales parecen no requerir aún una acción preventiva, ya que dado el nivel en que se ubica actualmente la inflación, existe espacio para esperar tener más información.

En esta reunión no parecen haber argumentos como para justificar la opción de disminuir la tasa de interés. Además de que sería una medida completamente sorpresiva, no sería coherente con el escenario base de proyecciones ni con los riesgos que se enfrentan.

Finalmente, cabe notar que las noticias acumuladas desde la última reunión han modificado el cuadro macroeconómico. Bajo las nuevas condiciones, es difícil establecer cuánto tiempo pueden extenderse las condiciones monetarias expansivas.

2.2 Análisis y comentarios de las opciones

El Presidente ofrece la palabra para comentarios.

Se hace referencia a los riesgos del componente petróleo. Si bien se está considerando una reducción gradual en el precio el 2004 y el 2005, el balance de riesgos es más bien negativo, es decir, no se puede descartar que el nivel de precios sea más alto del que se está suponiendo en el escenario base y desde ese punto de vista, el balance de riesgo para la inflación podría ser algo más alto. Ello dependerá, naturalmente, de cómo se resuelven los problemas y los riesgos geopolíticos y cómo evolucionan

más hacia delante. Con todo, se argumenta también que si bien metodológicamente es útil analizar los efectos parciales de un escenario distinto, si el escenario del precio del petróleo fuera aún peor de lo que se presenta, también va a haber muchas otras cosas que cambiarían en ese evento.

Se indica, respecto del tipo de cambio nominal, que recientemente se produjeron noticias relacionadas con el empinamiento de la curva de rendimiento (yield curve) de Estados Unidos. Dado ello, se debiera esperar, como efecto inmediato en ese tipo de eventos, un sobre ajuste del tipo de cambio nominal, con una convergencia después al nivel en el cual se debiera estabilizar. En ese caso sería contraproducente suponer que puede haber un camino aleatorio desde el nivel que puede ser el punto más alto de un sobre ajuste puramente por estímulo financiero de corto plazo. Asimismo, considerando los datos de cuenta corriente y las diferenciales de crecimiento, parece difícil sostener que estos escenarios macro son consistentes con un camino aleatorio para el tipo de cambio.

Se argumenta que desde la última reunión ha habido cambios importantes, y estos cambios aunque tienen también efecto en la actividad, el aumento del precio del petróleo, especialmente la parte internacional, los efectos en la inflación son mucho más de primer orden, entonces la pregunta que queda es cuán transitorio es esto. Más en general se señala que se debe mantener la prudencia porque si bien sin ninguna duda hay cambios importantes, tampoco se sabe su duración.

El Presidente invita a los señores Consejeros a que expresen su opinión respecto del curso de la política monetaria:

Se señala que desde la anterior reunión de política monetaria, los aspectos más relevantes que han cambiado para efectos de la decisión de política de hoy, son el aumento del precio internacional del petróleo a niveles cercanos a los de la guerra del Golfo, la depreciación del peso de los últimos días y una mayor certeza de que la Reserva Federal iniciará pronto un ciclo de normalización de sus tasas de interés. A lo anterior cabe agregar que con la información parcial disponible hasta la fecha, es probable que la inflación que se registre durante mayo sea la más elevada del año 2004. Un análisis equivocado de esta información pudiera hacer pensar que el ciclo de normalización de la inflación chilena es inminente y que por lo tanto también correspondería normalizar la tasa de política monetaria relativamente pronto. Conclusión que podría ser prematura, dada la transitoriedad de parte de estos elementos y su bajo efecto en la inflación subyacente. Sin embargo, puede constituir un problema si el mercado hace una mala interpretación de esa coincidencia, elevando las expectativas de inflación. Por ello, es importante que el Banco Central reafirme su política actual, mientras no exista certeza de que la inflación subyacente ya ha iniciado un ciclo de normalización, aunque habrá que continuar evaluando

la coyuntura, esa certeza parece aún lejana. El único elemento más estable de las noticias recientes es el eventual aumento de las tasas de interés en los Estados Unidos, aunque se prevé que será gradual. El impacto sobre las decisiones de política económica en Chile, sin embargo, no es mecánico. No lo fue en el anterior ciclo de reducción de tasas donde el Banco Central de Chile no se alineó con la tendencia mundial sino hasta tener certeza de que la inflación de mediano plazo estaba por debajo del piso del rango meta. De la misma manera, la normalización de la tasa de política monetaria no debe iniciarse sino hasta tener certeza de que se inició la normalización de la inflación subyacente en el horizonte habitual de política. En este sentido, no parece correcto adelantar un eventual aumento de la tasa de política monetaria por razones puramente preventivas, ya que el costo de equivocarse sería significativamente más elevado que el beneficio de acertar.

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

Se argumenta que, como ya se ha planteado en varias ocasiones en esta reunión, la evolución reciente de precios claves tiende a introducir un escenario inflacionario distinto al de la reunión pasada, pese a que no se descarta que estos movimientos tengan un carácter transitorio, por lo que no se debe exagerar su efecto sobre la inflación en el mediano plazo. Pero tampoco se puede dejar de mencionar que, en contraste con la reunión anterior, la opción de aumentar la tasa de política está comenzando a ser una alternativa cierta a considerar, dado que su nivel actual está claramente por debajo de cualquier tasa neutral. También se señala que es muy importante destacar que los riesgos que se enfrentan son en su mayoría shocks de costos, algunos de los cuales parecen no requerir aún una acción preventiva, dado

el nivel en que se ubica hoy la inflación, lo que da un espacio para esperar a tener más información. Por último, se evalúa que en esta ocasión es difícil dar una idea de tiempo sobre la extensión de las actuales condiciones monetarias expansivas.

Se menciona que el antecedente más importante es que el escenario base considera que la inflación de aquí hasta fines del período de proyección estará prácticamente todo el tiempo por debajo del 3% y recién a finales del horizonte de proyección estaría en 2,9%. Eso lleva a la conclusión de que se debe mantener la tasa de interés.

Se señala que la evidencia presentada muestra que la economía sigue en una fase expansiva empujada por el favorable entorno externo y por una política monetaria expansiva. Este proceso debiera llevar paulatinamente a un estrechamiento en la brecha de producto y a menores tasas de desempleo y, en el proceso, a un aumento más sostenido en la inflación. Este escenario, de continuar materializándose, va a requerir de un retiro gradual del pronunciado estímulo monetario actual. En cuanto al comportamiento de la inflación en el corto plazo, los aumentos en el precio del petróleo y la depreciación repentina del peso pueden tener un importante componente transitorio y, por lo tanto, debieran tener efectos también transitorios en la inflación los que deberían disiparse con el correr de los meses. Incluso si estos aumentos recientes se tornan más duraderos, sus efectos deberían manifestarse principalmente en un salto de una vez en el nivel de precios y no en la tasa de inflación. Esto es así mientras las expectativas de inflación no se alejen del centro del rango meta. Por todo lo anterior, una vez más, el curso de política más adecuado es mantener la tasa de interés en su nivel actual hasta que se tenga un panorama más definido de la duración e intensidad de los shocks recientes y de la velocidad de reducción de las holguras aún presentes.

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

3 Acuerdo

El Consejo, por la unanimidad de sus miembros, acuerda mantener la tasa de interés de política monetaria en 1,75% anual. Los tramos de la línea de crédito de liquidez se mantienen también en 1,75% anual.