



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION DE POLITICA MONETARIA N° 55
Celebrada el 13 de noviembre de 2003

En Santiago de Chile, a 13 de noviembre de 2003, 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 Jorge Marshall Rivera y de los Consejeros señora María Elena Ovalle Molina, señor Jorge Desormeaux Jiménez y señor José De Gregorio Rebeco.

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

Asisten también los señores:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;
Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Jorge Court Larenas;
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;
Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic Marinovic;
Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera Barriga;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva;
Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;
Secretaria Ejecutiva del Gabinete de la Presidencia, doña Cecilia Feliú Carrizo;
Jefe de Prosecretaría, doña Cecilia Navarro García.

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

I. Resolución sobre Proyecto de Acta correspondiente a la Sesión N° 54, celebrada 14 de octubre de 2003.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo el Proyecto de Acta correspondiente a la Sesión N° 54, celebrada el 14 de octubre de 2003, cuya versión final se aprueba sin observaciones.

II. Resolución sobre Minuta correspondiente a la Sesión N° 54, celebrada el 14 de octubre de 2003.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo la Minuta correspondiente a la Sesión N° 54, celebrada el 14 de octubre de 2003, la que se aprueba sin observaciones.

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

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de mayo de 2004, para el jueves 13 de ese mes.

IV. Exposición.

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



SÍNTESIS DEL MES

Las noticias acumuladas en las semanas más recientes son sustantivas. La mejora del entorno externo ha procedido más rápida e intensamente que lo previsto hace unos meses, reflejándose esto con intensidad en el precio del cobre y el valor real del peso, mientras en el ámbito interno se han acumulado noticias positivas en la actividad industrial y minera, el consumo durable, el crédito a personas y las expectativas de los hogares. El escenario de inflación de corto plazo difiere de manera sustantiva de lo esperado hace solo un par de meses atrás, lo que no es completamente atribuible a la apreciación de la moneda, teniendo también un rol la aparente intensidad de la guerra de precios a nivel del comercio minorista de supermercados. En su conjunto, estos antecedentes indicarían un escenario de mayor dinamismo para la actividad y el gasto durante los años 2004 y 2005, con una tendencia de aceleración de la inflación bastante más postergada que la prevista en el último *Informe de Política Monetaria*.

El escenario internacional ha sufrido un número importante de revisiones. Mientras hace algunos meses, al momento de redactarse el *Informe de Política Monetaria*, las señales concretas de aceleración de la actividad a nivel mundial eran bastante tenues, los antecedentes observados desde esa fecha han confirmado que el ritmo de crecimiento está francamente aumentando. Ello se ha apreciado con fuerza en las primeras cifras de actividad para el tercer trimestre en las principales economías, lo que ha repercutido en un incremento relevante de las perspectivas de crecimiento para el próximo año y el año 2005, de algo menos de medio punto porcentual. Adicionalmente, el precio de los *commodities*, en particular el precio del cobre, ha tenido un desempeño muy por encima de lo anticipado. Ello, junto con la relativa estabilidad del precio del petróleo, apunta a términos de intercambio para el próximo año prácticamente 5% por encima –hasta 8% anual– del nivel previsto en el *Informe de septiembre*. Por su lado, las condiciones financieras siguen siendo más favorables que hace dos meses: los flujos de capitales a economías emergentes para este año y el próximo se han corregido al alza y el *spread* soberano de Chile se mantiene en sus mínimos históricos.

Aunque en la reunión de política monetaria pasada se indicó que el fortalecimiento del peso podía asociarse en parte a las paridades de tasas, y era de bastante mayor magnitud en términos bilaterales con el dólar que en términos multilaterales, en semanas recientes la apreciación del peso ha continuado a pesar de que los factores anteriores se han disipado en el margen. El dólar se ha tendido a fortalecer en los mercados internacionales, principalmente frente al euro, mientras los diferenciales de tasas externas e internas han vuelto a niveles similares a los existentes para la publicación del *Informe de Política Monetaria*. En estos hechos es indudable la mejora de los fundamentos que sustentan el valor de la moneda, en particular el mayor precio del cobre, aunque no se puede descartar que la disipación de expectativas de intervención en el mercado cambiario en días recientes haya contribuido puntualmente a la caída del valor del dólar en Chile.

Aunque es en el ámbito externo donde se han concentrado las noticias, también por el lado de la actividad interna y el gasto hay indicaciones de mejores perspectivas de crecimiento. En términos de las cifras concretas de actividad, en el tercer trimestre se apreció un repunte de la actividad industrial en un espectro relativamente amplio de subsectores, luego de la desaceleración del segundo trimestre. La minería también ha mostrado cifras de actividad superiores a las previstas. Por el lado del gasto, principalmente, se aprecia el sostenido incremento de las ventas de vehículos nuevos y compras relativamente altas de viviendas nuevas, con indicaciones menos evidentes de mayor consumo en otras categorías, como consumo habitual. Sin embargo, el repunte de la confianza de los hogares en meses recientes ha sido intensa, lo que puede indicar que el consumo privado continuaría en una senda de expansión. Por su parte, luego de un tercer trimestre bastante débil, hay algunas luces respecto a que la formación bruta de capital estaría tomando algo más de protagonismo. Ello es esperable, dada la correlación histórica que presenta esta variable, principalmente su componente de maquinaria y equipos, con las expectativas de crecimiento global. A pesar de la caída de las semanas más recientes, el nivel de los precios de activos bursátiles aún es elevado respecto al promedio de años pasados.



A pesar de que en su conjunto los antecedentes del sector real de la economía indican que pueden esperarse tasas de crecimiento más altas que las previstas, las tasas de interés reales de largo plazo se han mantenido algo por debajo (10 a 20 puntos base) de los niveles de mediados de septiembre. Ello puede explicarse en parte porque, al igual que en otras circunstancias, es el tipo de cambio el que hace el ajuste frente a los cambios de las perspectivas. Además, y a diferencia de las principales economías del mundo, las cifras concretas de actividad y gasto que se conocen públicamente no son aún vigorosas. Finalmente, detrás de esta evolución de las tasas, especialmente las nominales, están las noticias de inflación más recientes, las que revelan que un mayor crecimiento tenga como consecuencia una aceleración inflacionaria hacia la parte alta del rango meta es menos probable que lo esperado hace algunos meses atrás.

Sin lugar a dudas, son las noticias por el lado de los precios las que presentan más desafíos para la discusión de política monetaria. Dada su correlación opuesta con la tendencia del ciclo económico es posible descartar que se esté en presencia de mayores holguras de capacidad. Lo más probable es que lo que se está observando sea un cambio en el tamaño de los márgenes. Por su naturaleza, ello implica un cambio por una sola vez en el nivel de precios, el cual aunque puede ser más o menos persistente no debería, bajo credibilidad, comprometer el logro de la meta de inflación. Los antecedentes disponibles apuntan a que no es probable una tendencia declinante de los precios de la forma que se ha visto en los últimos dos meses, esperándose un escenario central donde la inflación promedio anual se ubique en 1,2% durante el próximo año y en 2,5% durante 2005, cifras que son 1,2 y 0,5 punto porcentual por debajo de las proyecciones del *Informe* de Septiembre.

Persiste un conjunto de riesgos en torno a esta proyección central. Los que son cuantitativamente más relevantes están asociados con trayectorias del tipo de cambio y de la actividad económica diferentes a los esperados (en torno a \$620 por dólar y 5,3% promedio 2004–2005, respectivamente). Otros factores, tales como la dinámica efectiva que tomen los márgenes y la magnitud efectiva del reajuste del sector público introducen grados de incertidumbre balanceados respecto a la proyección central. Finalmente, las expectativas privadas de inflación de largo plazo, particularmente en los mercados financieros, han reaccionado con bastante intensidad a estas noticias, elemento que habrá que monitorear con cuidado.

I. Escenario internacional

En las últimas semanas, las perspectivas de crecimiento del escenario internacional han continuado corrigiéndose al alza, tanto para este año como para 2004. Un elemento positivo en este escenario ha sido la trayectoria que han mostrado los términos de intercambio que enfrenta Chile, principalmente por la positiva evolución del precio del cobre. Si bien las condiciones financieras externas se mantienen relativamente similares respecto de la reunión pasada, son más positivas que las presentadas en el *Informe* de septiembre.

Las mejores perspectivas de la actividad mundial se fundamentan en el mayor crecimiento observado en los primeros nueve meses del año, principalmente en Estados Unidos, Japón y China, a lo que se comienzan a agregar los efectos de segunda vuelta sobre el resto del mundo. A esto se adicionan datos de coyuntura que confirman que la recuperación está en marcha. Destaca particularmente Estados Unidos, que luego de un muy dinámico primer semestre, sorprendió a los mercados con un crecimiento trimestre a trimestre (t/t) de 7,2% en el tercer cuarto de 2003. Este dinamismo se vio reflejado en todos los componentes de la demanda, incluyendo la inversión (creció en torno a 10% t/t), lo que ayuda a despejar la preocupación que existía respecto de la solidez de la recuperación. En la misma dirección, las últimas cifras del mercado laboral han sido más positivas.

En Japón, el sector externo sigue liderando el crecimiento, lo que se ha traducido en un fuerte dinamismo de la actividad industrial hacia fines del tercer trimestre. El crecimiento de la zona euro se ha ido ajustado levemente a la baja respecto de septiembre, aunque los indicadores de confianza y de actividad industrial están señalando perspectivas algo mejoradas. Esto ha sido



cierto principalmente para Alemania que sería, por su estructura de comercio (20% de exportaciones a Estados Unidos y Asia), el país de la zona más expuesto al repunte global.

Se estima que los riesgos de las proyecciones de crecimiento mundial respecto del escenario base para este año y el año 2004 son al alza, tomando en cuenta que las actuales proyecciones no incorporan todos los antecedentes más recientes de los principales países, ni sus efectos en otras economías. No obstante, para el año 2005, persisten dudas sobre si será sostenible el ritmo de la recuperación, especialmente por el déficit fiscal y la dependencia de ahorro externo de Estados Unidos. En Europa, persiste la falta de cambios estructurales, mientras que en Japón continúan las dificultades en el sistema financiero, elementos que se suman para mantener alguna cautela hacia el largo plazo. Por último, actos guerrilleros acaecidos recientemente en Irak ponen de relieve que los riesgos geopolíticos y de atentados terroristas no han desaparecido del todo.

De acuerdo con la recuperación de la actividad mundial, el precio del cobre ha registrado en el último mes una fuerte alza, promediando US\$0,871 por libra, con valores *spot* en torno a US\$0,93. Para los últimos meses de 2003, el precio debería mantenerse en torno a los niveles de las últimas semanas, alcanzando un promedio de US\$0,80 por libra en el año y US\$0,92 en 2004, valores que se comparan con US\$0,775 y US\$0,83 la libra proyectados en septiembre.

Respecto del precio del petróleo, luego de descender en septiembre, se recuperó en más de dos dólares en octubre, registrando un promedio de US\$29,6 el barril. Ello ha estado asociado a bajos niveles de inventarios en Estados Unidos e incertidumbre con respecto a la extracción y envío de petróleo iraquí. En los últimos días, el precio ha descendido hacia niveles algo por debajo de US\$28 el barril, por lo que se mantienen las proyecciones del *Informe* de septiembre (US\$28,5 por barril) para el presente año, US\$26 para 2004 y US\$23 para 2005, con un riesgo a la baja, ante la posibilidad del retorno más rápido de Irak a los mercados internacionales. Así, en su conjunto, las noticias de precios de *commodities* apuntan a términos de intercambio en el año 2004 cerca de 5% por sobre lo esperado en septiembre (crecerían en total 8%).

Las condiciones financieras de los mercados desarrollados se mantienen relativamente estables desde la reunión pasada, aunque son más positivas que las consideradas en septiembre. Asimismo, la volatilidad de los mercados se ha reducido, a medida que se han ido despejando las dudas respecto del ritmo de reactivación de la economía mundial. En la actualidad, y luego de conocerse el vigoroso crecimiento de Estados Unidos en el tercer trimestre, además de algunos indicadores positivos para el último cuarto del año, la rentabilidad del bono a diez años se sitúa por sobre 4,4%. Finalmente, las condiciones financieras internacionales se vieron favorecidas por las alzas generalizadas de los indicadores bursátiles de las economías desarrolladas.

Respecto de la trayectoria para las tasas de política, en Estados Unidos no se esperan cambios sino hasta mediados de 2004, considerando una holgura de capacidad relativamente amplia. Este punto se ve reforzado en el comunicado de la Reserva Federal, donde se entregó una señal de cautela ante la posibilidad de tener la inflación en niveles indeseablemente bajos. En la zona euro no se esperan cambios en la tasa de política, aunque el magro desempeño económico podría empeorarse en la medida que la apreciación del euro reste dinamismo a la recuperación de la zona, por lo que no se descartan nuevas rebajas.

Las economías emergentes han seguido mostrando una evolución favorable, destacando el desempeño de Asia emergente, y en especial de China, cuyas proyecciones de crecimiento se han ajustado al alza en las últimas semanas. En concordancia, las condiciones financieras de las economías emergentes continúan positivas, observándose reducciones adicionales en sus costos de endeudamiento externo, lo que ha contribuido a bajas en sus tasas de interés internas y/o apreciaciones de sus monedas. En México, sin embargo, el comportamiento ha sido algo distinto, debido a condiciones externas menos favorables por la depreciación del dólar y mayor competencia externa.



Las proyecciones de flujos de capitales hacia economías emergentes de JP Morgan Chase se han ajustado al alza para la mayoría de las regiones. Esto se ha verificado tanto para el año 2003 —donde los flujos alcanzan niveles por sobre los de 1998— como para 2004. El ajuste es especialmente importante para América Latina y Asia emergente, regiones que se llevarían entre el año 2003 y el año 2004 cerca de 30% y 55% de los flujos totales, respectivamente.

II. Mercados financieros

Durante octubre y lo que va de noviembre, las tasas de interés de todos los documentos de mediano y largo plazo del Banco Central de Chile mostraron descensos. Los documentos en UF, dependiendo del plazo, revirtieron total o parcialmente el incremento de septiembre (nivel máximo), evolución que estuvo acorde con las menores expectativas de inflación en el mediano plazo y con la evolución de sus similares externas. Es así como la tasa de los BCU-5 cayó cerca de 20 puntos base (3,0%), mientras la de los BCU-10 acumularon también una importante caída (60 puntos base). Estas tasas podrían estar influenciadas, además, por la menor oferta de instrumentos del Banco Central de Chile, que se acomodó a la colocación de los bonos de Tesorería.

Similar situación se observó en las tasas de los documentos nominales (BCP), las que han caído entre 100 y 150 puntos base en las últimas semanas, alcanzando niveles mínimos de 3,% y 4,9% a dos y cinco años, respectivamente. La amplitud de este movimiento revela el impacto sobre la inflación esperada de las noticias recientes de precios, así como la apreciación del peso.

La curva *forward*, si bien en las últimas semanas ha reducido su pendiente, aún mantiene la expectativa de un alza de la tasa de política monetaria de 25 puntos base en los próximos meses. Este hecho contrasta con la encuesta de expectativas de noviembre, la que, si bien anticipa incrementos de la tasa de política monetaria a partir de mediados de 2004, redujo las expectativas en 25 y 50 puntos base a 11 y a 24 meses, respectivamente.

Si bien en octubre las condiciones crediticias fueron menos expansivas que en el mes anterior, por las mayores tasas de interés en la mayoría de los créditos, las colocaciones en general mostraron un mayor dinamismo que en los meses anteriores, incluso descontando los efectos estacionales. Esta expansión se sigue dando con mayor fuerza en el segmento de los créditos de consumo, los que deberían mantener esta trayectoria al aproximarse el fin de año, por las ofertas que la banca realiza en esta época.

El mercado de renta fija privado ha seguido con la dinámica de los meses anteriores, con colocaciones de bonos corporativos (12 millones de UF en octubre) y con anuncios de emisión para los meses siguientes. En este mes destaca la disminución de la TIR media de estos instrumentos —que solo en parte se explica por la concentración en transacciones de bonos de menor plazo y riesgo—, y el descenso del *spread* entre su TIR media y la de los bonos del Banco Central. Este fenómeno también se observa en el mercado de letras de crédito, aunque en este caso las tasas de interés muestran mayor estabilidad.

En cuanto a los agregados monetarios, el M1A finalizó octubre con una variación anual de 15%, cifra similar a la de los meses previos. A su vez, los agregados más amplios continúan con un débil dinamismo, explicado en lo esencial por el comportamiento de las AFP y su mayor preferencia por activos en el exterior en desmedro de los de renta fija nacionales.

Tipo de cambio

Durante octubre, el peso continuó con la fuerte apreciación iniciada a mediados de septiembre, llegando a cotizarse en los últimos días entre \$615 y \$620 por dólar (7% de apreciación con respecto a inicios del mes de octubre), el valor más bajo desde junio de 2001. Diversos factores han contribuido a la apreciación del peso, entre ellos el repunte del precio del cobre, el menor precio del petróleo, la disminución del riesgo país de Chile —que alcanzó mínimos históricos a mediados de mes— y el debilitamiento del dólar a nivel internacional.



Respecto de las canastas más amplias de monedas (TCM y TCM-5), la apreciación del peso desde agosto a la fecha ha sido importante (entre 8% y 10%), aunque algo menor que la del TCO (11,5%). Ello ha dado cuenta de que el reciente fenómeno cambiario del peso chileno ha estado en línea con el de otras monedas, las que comenzaron el ciclo de apreciación con anterioridad.

Las expectativas sobre el tipo de cambio que se deducen tanto de la encuesta de noviembre como de las cotizaciones de *Bloomberg*, señalan que el peso se mantendría en torno a los niveles actuales hasta fines del próximo año.

El TCR y TCR-5 registran en noviembre los menores niveles del año 2003, con apreciaciones similares a las nominales si se miden respecto de agosto (del orden de 9%) y de entre 3% y 4% respecto de diciembre de 2002, situación que también se verifica en términos bilaterales por zona geográfica.

A pesar de la fuerte caída del dólar en los últimos meses, los niveles actuales del tipo de cambio real están 25% por sobre los del promedio de 1997 y 1998.

La reciente apreciación real del peso puede asociarse a mejoras en los fundamentales. En efecto, los diferenciales de tasas interna/externa, luego de estar en sus máximos históricos a principios de octubre, revirtieron esta tendencia, principalmente los nominales.

Indicadores bursátiles

Los mercados accionarios internacionales tuvieron buenas jornadas durante gran parte de octubre, debido a las mejores expectativas de recuperación mundial y a indicadores de actividad en Estados Unidos superiores a lo esperado. Por su parte, los ADR latinos y chilenos también presentaron buenos resultados durante ese mes (7,3% y 7,6%, respectivamente). Los rendimientos de las bolsas latinoamericanas fueron incluso mejores, en particular Brasil que registraron incrementos de 12,3% y Argentina de 13,5%, indicando el retorno de la confianza en los mercados regionales. La bolsa local no estuvo ajena a este fenómeno, con el IPSA llegando a valores máximos durante octubre (índice en un nivel 1.587), con un incremento de 8,8% respecto de septiembre. Los montos transados también reflejaron este buen momento, promediando \$30.000 millones diarios.

Sin embargo, durante los primeros días de noviembre se produjeron fuertes volatilidades en los mercados bursátiles, con disminuciones marcadas de los ADR chilenos en *Wall Street* así como también de los principales indicadores de la bolsa local, llegando el IPSA a niveles similares a los de fines de septiembre (menos de 1.400).

III. Actividad y empleo

Con los antecedentes recogidos de la información sectorial de septiembre se produjo una corrección al alza en el crecimiento proyectado del tercer y cuarto trimestres. La actividad mayor que la esperada en los sectores minero e industrial, corrigen al alza el crecimiento anual del tercer trimestre. Un ajuste similar sucede para el último cuarto del año, principalmente asociado a mejores perspectivas del sector industrial. Con esto, el crecimiento del PIB para el año se sitúa en 3,2%, en línea con lo anticipado en el *Informe* de septiembre.

La industria tuvo en septiembre un desempeño mejor que el esperado, el que sumado a las sorpresas positivas de agosto, conforma un cuadro de relativa mayor fortaleza del sector, el que no está restringido al dinamismo de sectores específicos. Esto motivó una revisión al alza en la actividad industrial proyectada para el cuarto trimestre del presente año, dado que se anticipa que parte del mayor dinamismo reciente perdurará.

La actividad del tercer trimestre, y de septiembre en particular, también se vio beneficiada por el mayor dinamismo de la minería, debido principalmente a una producción superior a la señalada en los programas, situación que no debiera alterar el crecimiento del sector en el último trimestre del año.



Para la demanda interna, estimaciones del tercer y cuarto trimestres también tuvieron correcciones al alza recientemente. Para el tercer trimestre se anticipa un crecimiento bajo, principalmente por la base de comparación de las exportaciones en el año 2002. Para el cuarto trimestre, en tanto, un mejor panorama para las importaciones corrige la estimación de la demanda interna. Con esto, el crecimiento de la demanda en 2003 continúa alineado con el aumento del PIB.

Consumo y existencias

La información más reciente confirmó las mejores expectativas de los agentes económicos. Por un lado, la encuesta de la Universidad de Chile de percepción y expectativas sobre la economía tuvo un aumento importante en septiembre respecto de junio, alcanzando el mayor valor desde que se tiene registro. Por su lado, el indicador de Adimark de octubre siguió mostrando un comportamiento al alza, tal como lo viene haciendo desde agosto pasado, alcanzando el mayor nivel de los últimos cinco años.

Estas mejores expectativas se aprecian, por ahora, en las ventas de automóviles y en algunos indicadores de consumo. En efecto, las ventas de supermercados continúan con el dinamismo previo, así como también las del comercio minorista, que muestran un crecimiento del orden de 4% en promedio durante los últimos tres meses, comportamiento alineado con las mejores expectativas de los hogares. Cabe destacar que el componente consumo habitual es el principal del consumo privado y ha sido el que menor dinámica ha mostrado en los últimos años.

En cuanto al consumo durable, la porción de las ventas minoristas de la Cámara Nacional de Comercio de este tipo de bienes creció levemente en términos desestacionalizados en septiembre. Por su parte, las importaciones de bienes de consumo durable excluidos los automóviles (cerca de un 15% del total de las importaciones de consumo), mantienen un relativo descenso desde comienzos del año 2003, situación que podría variar a la luz de la evolución reciente de las ventas minoristas y de la estrecha relación entre ambas.

Las ventas de automóviles continúan creciendo más allá de lo esperado, y aproximándose a los niveles de ventas de mediados de 1998. Este comportamiento ha sido acompañado de un incremento en las importaciones de vehículos, que en volumen aumentan cerca de 30% en lo que va del año.

Respecto de las existencias, en septiembre la relación entre producción y ventas industriales mostró, por segundo mes consecutivo, una recuperación tras sucesivas caídas a partir de fines del primer trimestre. A su vez, en octubre las importaciones de bienes de consumo, medidas en términos reales, continúan mostrando una moderada recuperación en términos de niveles.

Inversión

Los componentes de la inversión muestran señales mixtas en el margen, aunque la suma de antecedentes hacen anticipar mejores tendencias a futuro para el agregado. En lo que respecta al componente de maquinaria y equipos, luego de un débil tercer trimestre, en octubre las importaciones de bienes de capital tuvieron un incremento en volumen del orden de 20% anual, el mayor desde fines de 2002, aunque aún con niveles muy bajos en el margen. Al mismo tiempo, las ventas de bienes de capital crecieron cerca de 90% en septiembre, recuperando niveles similares a los máximos de 2003.

A su vez, información relacionada con el componente de obras de ingeniería para el año 2003 tuvo una corrección al alza respecto de la información previa. En efecto, el catastro de proyectos de inversión de la Corporación de Bienes de Capital de septiembre muestra una inversión 1,5% superior a la considerada en junio, con lo que para el año se espera un aumento de 9% en relación con el año 2002.

Para el año 2004, se estima que las obras de ingeniería crecerían alrededor de 11% respecto de 2003, aunque esta información contiene aún un importante componente de variabilidad.



El sector inmobiliario, de acuerdo con los datos de la Cámara Chilena de la Construcción, mantiene elevados niveles de unidades vendidas —por sobre las 1.000 mensuales—, toda vez que continúa con la reducción de los *stocks* por cuarto mes consecutivo. Ello a pesar de que en el dato puntual de septiembre se verificara una caída de 14,4% anual en las ventas de casas y departamentos. Fuentes alternativas, *Collect*, indican una trayectoria similar para las ventas, con promedios mensuales del orden de 1.600, y que la ubican por sobre los niveles máximos de 1999. Los permisos de edificación, en tanto, durante septiembre continuaron con los descensos de los meses previos, tanto en términos habitacionales como de establecimientos. Sin embargo, indicadores parciales adelantados, como los despachos de cemento y hormigón, han retomado una trayectoria creciente desde mediados de año, lo que podría anticipar una recuperación del mercado inmobiliario en el corto plazo.

Política fiscal

En agosto último, el balance global del Gobierno Central continuó presentando una tendencia creciente en el déficit, 0,9% del PIB medido como año móvil, el mayor de todo el año 2003. Los ingresos totales acentuaron la caída anual registrada en el mes previo, principalmente por la disminución de los ingresos tributarios netos, mientras que los gastos totales desaceleraron su crecimiento compensando el efecto anterior, debido principalmente a la desaceleración de la inversión pública respecto de los meses previos.

Por otro lado, la evolución reciente del precio del cobre abre interrogantes respecto de su efecto sobre los equilibrios fiscales de este año y de los definidos en la Ley de Presupuesto de 2004. Para el año 2003, se consideró una proyección del precio del cobre de US\$0,77 la libra, por lo que si se mantiene hasta fin de año el actual precio del metal se aseguraría un mejor balance global del Gobierno Central. Adicionalmente, el aporte de aproximadamente 0,1% del PIB de mayores ingresos tributarios provenientes del aumento del IVA, permitiría alcanzar el déficit efectivo proyectado para este año (-0,8% del PIB). Para el próximo año, el balance global proyectado (-0,6%) considera un precio del cobre promedio de US\$0,83 la libra. De alcanzarse un precio promedio de US\$0,90, este balance mejorará en algo menos de 0,5% del PIB.

En relación con la deuda pública, el Ministerio de Hacienda publicó recientemente cifras actualizadas, junto con una modificación metodológica menor del tercer *Informe de Estadísticas de la Deuda Pública* para el período 1990–junio de 2003. En este proceso, para mediados de 2003 la deuda bruta total del Gobierno Central como porcentaje del PIB no presentó cambios en relación con el año 2002, manteniéndose en 15,9%. Asimismo, y producto de cambios metodológicos, la deuda neta del Gobierno Central experimentó una reducción marginal desde fines de 2002 (8,6% del PIB) a mediados de 2003 (8,5%), mientras la deuda neta consolidada registró un alza de 0,6% del PIB en el mismo período, llegando a 6,7% del PIB.

Sector externo

Las proyecciones para noviembre indican que las exportaciones ascenderían a US\$1.760 millones (FOB), lo que representa un aumento de alrededor de 20% respecto de igual mes del año pasado. Las importaciones, por su parte, aumentarían aproximadamente 5%, al anotar valores por US\$1.520 millones (FOB). Con ello, el saldo comercial resultante estaría en torno a los US\$340 millones.

La información de octubre y la revisión de las proyecciones significaron que las estimaciones de quantum de exportaciones para el último trimestre del año tuvieran una corrección al alza respecto de la reunión anterior. Se estima que las exportaciones totales aumentarían su volumen en 5,7% en el período, por encima del 2,9% estimado el mes pasado. La principal corrección se produjo en los envíos mineros, en particular los de cobre, que se prevé aumentarán 4,8% en el período (-0,3% en octubre). Las exportaciones agrícolas e industriales, en cambio, tuvieron correcciones de signo opuesto, con caídas en el crecimiento de volumen estimado. Esto, y actualizaciones de información en trimestres previos, el aumento de volumen del total de exportaciones estimado para el año se modificó desde 5,9% en octubre a 6,5% en la actualidad.



Los quantum de importaciones en el último cuarto del año registraron una corrección al alza, esperándose una expansión de 12,8%, cifra superior en cerca de 4 puntos porcentuales a la estimada hace un mes. Esto se explica, principalmente, por el fuerte repunte que se espera para los volúmenes de las importaciones de bienes de consumo e intermedios, de 26,5% y 19,3%, respectivamente. Para las importaciones de bienes de capital, en tanto, se espera una caída de 0,7%, lo que es coherente con valores de importaciones de capital en noviembre-diciembre de US\$300 millones, similares a los observados en octubre. Con esto, se estima que las importaciones cerrarían el año 2003 con un crecimiento anual de volumen de 7,3%.

Mercado laboral

La información del trimestre móvil finalizado en septiembre de 2003 confirmó una tendencia a la normalización de la fuerza de trabajo secundaria y del autoempleo. A su vez, el empleo primario y la tasa de participación se mantienen estables durante el período.

Contrastando los niveles de empleo total y privado con los de septiembre de 2002, si bien ambos indicadores registran crecimientos (2,7% y 2,9%, respectivamente), su magnitud disminuyó con respecto a la exhibida en meses previos. Descontando los efectos estacionales, el empleo privado registró un menor descenso respecto de períodos previos, del orden de siete mil puestos de trabajo.

La tasa de desempleo desestacionalizada se situó en torno a 8,5%, cifra algo por debajo del promedio en lo que va del año y 0,1 punto porcentual menor que la de agosto. Según la información para el Gran Santiago de la encuesta de ocupación y desocupación de la Universidad de Chile, durante septiembre la tasa de desempleo registró una caída de 0,2 punto porcentual respecto de la medición del trimestre anterior y de 0,3 punto respecto de septiembre de 2002. Descontando efectos estacionales, esta tasa de desempleo es la más baja desde diciembre de 1998.

En el caso de la población primaria (hombres entre 25 y 54 años) la tasa de desempleo desestacionalizada se mantuvo en 6,5% por tercer mes consecutivo, luego de situarse en 6,4% entre marzo y junio. Cabe destacar que esta tasa venía registrando una trayectoria descendente desde principios de 2002, y la estabilidad que ha mostrado en los últimos seis meses da cuenta de que se mantienen las holguras de capacidad. Al compararla con la tasa de desempleo primaria reportada por la Universidad de Chile —ambas descontando efectos estacionales— se observa que existen diferencias tanto de niveles (alrededor de un punto porcentual para toda la muestra) como de trayectorias. En efecto, el desempleo primario del ente universitario, luego de alcanzar un máximo de 8,6% en marzo pasado, ha manifestado una trayectoria a la baja, situándose en septiembre en 7,9%. En el caso de INE, en tanto, el desempleo primario se estabiliza en las tres últimas observaciones en 6,5%.

En octubre, el indicador de vacantes revirtió marginalmente la caída del mes previo, manteniéndose así las expectativas de una lenta recuperación del empleo en los próximos meses.

En cuanto al empleo por categoría ocupacional, durante septiembre se registraron menores crecimientos anuales respecto de los meses previos, aunque manteniéndose aún en niveles elevados en el caso de los trabajadores por cuenta propia y familiares no remunerados (6,6% anual).

Al desagregar el mercado del trabajo según grupos poblacionales, se observa que durante septiembre continuó la caída de la tasa de desempleo del grupo mujeres. El dato de septiembre confirma la caída en la fuerza de trabajo femenina por cuarto mes seguido y, por ende, de la tasa de participación de este segmento. Sin embargo, a diferencia de lo sucedido el mes pasado, el nivel de desocupación femenino disminuyó en alrededor de cinco mil puestos.



IV. Precios y costos

En octubre el IPC tuvo una variación de -0,2%, a la vez que el IPCX aumentó 0,2% y el IPCX1 disminuyó 0,1%. Con esto, el incremento en doce meses del IPC llegó a 1,2%, mientras que el del IPCX e IPCX1 se situó en 2,0%.

Medidas alternativas de inflación subyacente, como el IPCX2 y las medias podadas del IPC, IPCX e IPCX1 tuvieron tasas variación en doce meses inferiores a las del mes pasado. En cuanto a la mediana del IPCX1, su variación mensual no presentó cambios respecto del mes anterior; por otro lado, la variación mensual del IPCX1, eliminados los efectos estacionales, tuvo una disminución respecto de septiembre. La caída en el precio promedio de los combustibles, sumada a un nuevo descenso del precio de los alimentos no perecibles y al aumento del precio de los perecibles por debajo de los patrones estacionales habituales, determinaron la baja inflación de octubre. Por otra parte, el aumento del IPCX fue producto del incremento en la tarifa del agua potable, por la entrada en funcionamiento de nuevos servicios de tratamiento de aguas, aumento que previamente se esperaba para noviembre. En el caso del IPCX1, que no considera tarifas, la variación estuvo en línea con los menores precios de los alimentos.

La evolución de los precios de los alimentos no perecibles continuó sorprendiendo en octubre. Luego de la caída de 1,4% que registraron en septiembre, se les sumó una de 1,1% en el mes recién finalizado. Con ello, la incidencia acumulada se ubicó en torno a -0,3 puntos porcentuales en la inflación IPC de septiembre y octubre. En ambos casos, la caída de precios aparece como un fenómeno generalizado que se asocia directamente con la mayor competencia en el rubro de los supermercados a partir de fines de agosto. De hecho, la distribución de las variaciones de precios mensuales de los alimentos no perecibles muestra un claro traslado hacia valores negativos en comparación con otros meses de 2003, lo que indica la generalidad del comportamiento.

La prolongación de esta competencia de precios estará sujeta, entre otros factores, a la posibilidad que tienen los principales actores del rubro de adecuar sus márgenes. Los datos de las FECU al segundo trimestre de 2003 indican que al menos uno de los dos principales competidores aplica un margen operacional del orden de 2% desde hace unos cinco años, con un margen de explotación cercano a 15% en el mismo período. Información similar para otros actores del mercado muestra una fuerte caída de los márgenes operacionales, aun en un contexto de mayores márgenes de explotación, lo que es indicativo de los ahorros de eficiencia en el caso del primer nombrado. Aunque no es posible establecer a priori el grado actual de maniobra respecto de sus márgenes, la caída de los precios de venta, sumada al aumento del IVA —aparentemente no traspasado en esta categoría— no hace pensar que se puedan sostener nuevas caídas de precios de consideración en adelante. Es así como el escenario de proyección de corto plazo continúa suponiendo que se trata de un *shock* sobre el nivel de precios por una vez, incorporando incrementos graduales en las proyecciones de noviembre y diciembre, aunque a tasas por debajo de las registradas en similares meses de años anteriores.

Un elemento que destacó del resultado de la inflación de octubre fue la sorpresa respecto de las estimaciones de mercado. Hasta el lunes 3, el rango de estimaciones iba desde 0,1% a 0,5%, amplitud similar a la que se observaba entre las respuestas a la encuesta de expectativas de comienzos de octubre (0,2% a 0,6%). Es posible que parte importante del error de proyección se origine en la distinta consideración del efecto que el aumento del IVA tendría sobre la inflación IPC. En cuanto a la proyección del Banco Central, se incorporaba un efecto de alrededor de 0,3 punto porcentual por el mayor impuesto, cifra que a la luz de los resultados no puede descartarse de plano. De hecho, los precios del IPC —excluidos los alimentos no perecibles— no muestran comportamientos distintos de lo esperado. Con todo, los meses venideros aportarán mayor información al respecto; por ahora, el escenario base continúa suponiendo un efecto del IVA en el IPC de aproximadamente 0,5 punto porcentual en el último trimestre de 2003.



Un factor que continúa siendo una noticia importante en relación con el *Informe* de septiembre es la caída del tipo de cambio. Como es habitual en el corto plazo, su efecto se traspasa a través de canales como los precios de los combustibles o las cláusulas de ajuste automático de los servicios regulados, que lo incorporan directa o indirectamente. La caída más reciente del valor del dólar implicaría una nueva caída en el precio del pasaje de la locomoción colectiva para diciembre, la que se sumaría a la ya ocurrida en octubre y la que se concretará a mediados de noviembre. Con esto, se estima que el efecto de la apreciación del tipo de cambio en la inflación del IPC, incorporando un nuevo cambio en la locomoción colectiva, es cercana a 0,3 punto porcentual en un plazo de seis meses, cifra que se reduce considerablemente para el IPCX1.

Por el lado de los salarios, en septiembre la tasa de crecimiento de las remuneraciones nominales retomaron la senda descendente mostrada desde mediados de 2002, con variaciones anuales, medidas por el índice de remuneraciones por hora y el índice del costo de la mano de obra, de 3,7% y 3,5%, respectivamente. Lo anterior es coherente con los seis meses de desfase en las cláusulas de indización y con los cada vez menores niveles de inflación que comenzaron a registrarse a partir del segundo trimestre de 2003. Cabe destacar que el costo nominal de la mano de obra mantuvo su crecimiento anual por cuarto mes consecutivo.

En cuanto a los costos laborales unitarios (CLU), septiembre marcó el tercer mes consecutivo de caída en su tasa de crecimiento anual, luego de los *peaks* de mediados de año. Esta evolución, coherente con el escenario considerado en el *Informe* de septiembre, obedece principalmente a una normalización de la productividad medida. Destaca el hecho de que los CLU medidos a partir del empleo de asalariados, empleadores y personal de servicio —medida más cercana a los grupos sobre los que se basan las estadísticas de salarios— muestran tasas de crecimiento anual por debajo de las habitualmente consideradas.

Los antecedentes disponibles a la fecha, señalan que la magnitud del reajuste de los salarios del sector público actualmente en negociación, será inferior a la considerada previamente, hecho que tendrá implicancias importantes sobre la inflación de los próximos períodos.

Las expectativas de inflación del sector privado, que se deducen del diferencial de tasas nominales y reales a dos y cinco años, muestran descensos del orden de 1 punto porcentual desde la anterior reunión, situándose en la actualidad en niveles de 1,6% y 1,8%, respectivamente. Por su parte, los resultados de la encuesta de expectativas al sector privado de noviembre señalan una inflación de 2,5% a un año plazo, cifra por debajo del 3,0% del mes pasado. Cabe destacar que, no obstante la menor expectativa promedio de los analistas, en noviembre se verifica una mayor dispersión de respuestas asociada a una mayor incertidumbre. A dos años plazo, la inflación esperada se mantuvo en 3,0%, tal como viene haciéndolo desde hace dieciocho meses.

Perspectivas de corto plazo

Estimaciones iniciales indican que en noviembre el IPC tendría una variación de negativa de 0,2%, con lo que su tasa de variación en doce meses descendería a 1,1%. Una importante baja del precio promedio de los combustibles, el recorte en la tarifa de la locomoción colectiva y la baja del precio del dólar explican este resultado.

Las proyecciones incorporan un supuesto del tipo de cambio de \$620 por dólar, menor al considerado en octubre (\$650 por dólar). Esto, en el corto plazo provoca efectos sobre los precios de los combustibles y las cláusulas de ajuste automático de los servicios regulados, aunque el impacto más visible es en una nueva rebaja del pasaje de la locomoción colectiva para diciembre, la que se sumaría a las caídas de octubre y noviembre. Con respecto a la influencia del incremento del IVA sobre los precios, se continúa suponiendo un efecto positivo de alrededor de 0,1 punto porcentual por este concepto para noviembre y diciembre.



El actual panorama de inflación IPC para el último trimestre de 2003 presenta un escenario de incremento anual que es entre 1 y 1,5 punto porcentual por debajo del estimado en septiembre. En particular, mientras en septiembre se estimó que la inflación promedio anual del cuarto trimestre sería de 2,5%, en la actualidad se espera que sea de 1,3%. Esta diferencia se explica por: (1) Un descenso adicional de \$20 en la tarifa de la locomoción colectiva (incidencia: -0,3 punto porcentual); (2) Caída en el precio de los alimentos no perecibles (incidencia: -0,3pp); (3) Precio del petróleo y de los combustibles por debajo de lo anticipado (incidencia: -0,4pp); (4) Tarifas de servicios públicos menores por la apreciación del peso (incidencia: -0,1pp); y (5) Precios de los perecibles aumentando por debajo de los patrones estacionales habituales (incidencia: -0,1pp). El efecto de estos cambios resulta menor sobre la inflación del IPCX e IPCX1, lo que explica que la diferencia de la estimación actual de estas variables sea menor respecto de septiembre de lo señalado anteriormente.

Con esto, el incremento anual del IPC para diciembre se ubicaría en 1,5%, mientras que el del IPCX lo haría en 2,2% y el del IPCX1 en 2,5%. Para fines del primer trimestre, la inflación anual del IPC tendría un descenso de nivel significativo, llegando a cifras cercanas a 0%, en parte importante por la alta base de comparación de iguales meses de 2002. El IPCX e IPCX1, en tanto, tendrían inflaciones de 1,2% y 1,9%, respectivamente (tabla 4).

Tabla 4
Proyección de corto plazo IPC e IPCX
(%)

	% var. anual			% var. mensual			petróleo (US\$/barril)	TCO (\$/US\$)	Micros (\$)
	ipc	ipcx	ipcx1	ipc	ipcx	ipcx1			
Oct	1,2	2,0	2,0	-0,2	0,2	-0,1	29,7	646	-10
Nov	1,1	2,0	2,3	-0,2	-0,1	0,2	28,4	621	-10
Dic	1,5	2,2	2,5	0,0	0,2	0,4	27,8	620	-10
2004									
Ene	1,4	2,0	2,5	-0,1	0,1	0,2	27,4	620	
Feb	0,7	1,7	2,3	0,0	0,2	0,3	27,2	620	
Mar	0,0	1,2	1,9	0,4	0,4	0,4	27,1	620	
Abr	0,4	1,1	1,9	0,2	0,2	0,2	26,8	620	

En esta ocasión se presenta un par de metodologías alternativas de proyección para el IPCX1. Por una parte, la estimación realizada a través de un vector autoregresivo (VAR) indica que la inflación anual del IPCX1 se mantendría en 2,0% por lo que resta de 2003, para descender a cifras de 1,5% a fines del primer cuatrimestre de 2004. Por otra parte, la estimación a través de modelos uniecuacionales para los distintos componentes del IPCX1, indica un aumento de la inflación del IPCX1 para fines de año, que se revertiría rápidamente a comienzos de 2004 (tabla 5).

Tabla 5
Proyección de inflación: Modelos alternativos
(% variación anual)

	IPCX1		IPCX		IPC	
	componentes	var	componentes	var	componentes	var
Oct	2,0	2,0	2,0	2,0	1,2	1,2
Nov	2,4	2,0	2,2	1,9	1,2	1,0
Dic	2,5	2,0	2,4	2,0	1,7	1,4
2004						
Ene	2,4	2,0	2,3	1,9	1,5	1,1
Feb	2,4	1,7	2,2	1,7	0,8	0,4
Mar	2,2	1,7	1,9	1,5	0,2	-0,1
Abr	1,9	1,5	1,4	1,1	0,4	0,1

**Proyecciones preliminares para el 2004 y 2005****Proyecciones de actividad: 2003-2005**

(% variación anual)

	2003		2004		2005	
	IPoM	noviembre	IPoM	noviembre	IPoM	noviembre
PB	3,1	3,1	4,5	4,8	5,3	5,7
Demanda interna	3,3	3,2	5,6	7,5	5,8	7,2
Exportaciones Bs. & Ss.	5,7	6,0	6,4	5,8	5,1	4,2
Importaciones Bs. & Ss.	6,3	6,4	9,9	14,3	6,5	8,7
Ingreso nacional bruto	3,1	3,1	4,1	3,3	4,8	5,8
Ingreso nacional disponible real (1)	3,2	3,3	5,1	6,2	5,4	5,8

(1) Equivale al ingreso nacional bruto ajustado por términos de intercambio.

Proyección de cuenta corriente: 2003-2005

(millones de dólares)

	2003		2004		2005	
	IPoM	noviembre	IPoM	noviembre	IPoM	noviembre
Cuenta Corriente	-338,2	-326,9	-552,8	-993,8	-742,2	-2.325,1
(% PIB)	-0,5	-0,5	-0,7	-1,2	-0,9	-2,5
Bienes y servicios	1.884,3	1.967,5	2.022,3	2.318,1	2.268,3	1.028,1
Exportaciones bienes (FOB)	20.494,8	20.827,0	23.297,3	24.291,0	25.055,0	25.119,1
Importaciones bienes (CIF)	18.954,3	19.223,2	21.361,7	22.632,3	23.369,9	24.746,4
Servicios	-1.060,5	-1.060,5	-1.496,0	-1.017,4	-1.148,3	-1.178,0
Rentas	-2.659,3	-2.681,1	-3.045,9	-3.730,6	-3.500,0	-3.795,0
Transferencias	436,8	386,6	470,9	418,7	489,5	441,9

Proyección de Inflación 2004

(% variación anual)

	IPoM	Nov.
IPCX1	3,2	2,0
Ss. públicos	4,3	5,3
Carnes y pescados	2,6	2,3
Ss. Financieros	-1,2	-2,3
Micros	-1,3	-6,7
Indexados	1,5	0,9
IPCX	2,8	1,7
IPC combustibles	-4,5	-7,6
IPC frutas y verduras	-6,3	-7,2
IPC	2,1	1,2

Proyección de Inflación 2004-2005

(% variación promedio anual)

	2004	2005
IPoM	2,4	3,0
Noviembre	1,2	2,5
Incidencias		
Tipo de cambio	-1,2	-0,8
Márgenes	-0,2	0,0
Escenario externo	0,1	0,4
otros	0,1	-0,1



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

El señor Valdés señala lo siguiente:

1. En la reunión de política monetaria de octubre, el Consejo decidió mantener la tasa de política inalterada en 2,75%. Se observó que, aunque continuaba asentándose un mejor escenario internacional y había expectativas más positivas para la economía nacional, ello todavía no se concretaba en datos de actividad efectivos, pero sí lo hacía en los mercados financieros. También se consideró que las presiones de precios eran menores que las previstas en el último *Informe de Política Monetaria*.
2. Como se comenta en la Minuta preparada para esta reunión, desde la última sesión las noticias han sido sustantivas.
 - La inflación del mes anterior volvió a sorprender por lo reducida. En el caso de la inflación subyacente IPCX1, parte del registro continúa ligado a una compresión de márgenes en un sector particular (alimentos no perecibles) al igual que el mes pasado. Parte también se explica por la disminución del tipo de cambio. No hay evidencia de que el efecto del aumento del IVA esté siendo diferente al esperado.
 - Las proyecciones de crecimiento del mundo para el 2004 continúan aumentando, mientras el precio del cobre se ha ubicado en torno a US\$0.93-US\$0.94, casi 8 centavos más que hace un mes.
 - El tipo de cambio nominal continuó disminuyendo desde la última reunión, agregando una apreciación de casi 4%. Los diferenciales de tasas de interés y los movimientos de paridades son coherentes con la idea de una apreciación real multilateral más duradera y de magnitud similar a la apreciación nominal.
 - Las cifras de crecimiento han vuelto a estar en línea con lo esperado antes de las sorpresas que dio la minería el mes pasado, mientras la confianza de los consumidores y los indicadores de consumo continúan mejorando, a pesar de que el mercado laboral no revela antecedentes de estar recuperando dinamismo.
3. Los ejercicios de proyección realizados con los antecedentes acumulados son los siguientes:

Especificación	2003	2004	2005
Inflación IPC promedio anual	3.0	1.2	2.5
Inflación IPC diciembre	1.5	2.1	3.0
Inflación IPCX promedio anual	2.5	2.0	2.6
Inflación IPCX diciembre	2.2	2.5	3.1
PIB	3.1	4.8	5.7

4. Con estos antecedentes, las opciones de política monetaria que aparecen como más plausibles son *mantener* la tasa de interés o *disminuirla* en un monto acotado.
5. En esta oportunidad, la opción de *aumentar* la tasa de interés aparece como menos indicada. Aunque es posible argumentar que detrás de la apreciación cambiaria hay elementos que sostendrán una mayor expansión de la actividad, por ahora se estima que el impacto de esta mayor expansión ocurriría en un horizonte relativamente alejado, predominando en los próximos trimestres el efecto de menor inflación directa de la apreciación. De hecho, la proyección de inflación promedio para los próximos 24 meses se ubica cerca de 2% (1,8% el IPC y 2,3% el IPCX), pero la inflación a fines del horizonte de proyección llega a 3%.



6. Se puede justificar *disminuir* la tasa de interés por las implicancias que las noticias recientes —reducciones de precios y evolución del tipo de cambio— tienen sobre la trayectoria previsible de la inflación por los próximos 24 meses. Las proyecciones más recientes sitúan la inflación en el escenario base por debajo de 2% durante cuatro trimestres, llegando a 3% recién en el cuarto trimestre del año 2005. Considerando parámetros históricos, una rebaja de 50 puntos base que se mantuviera por dos años, permitiría aumentar la inflación promedio en 0,1% y 0,2% el primer y el segundo año, respectivamente. La inflación de fines del primer año aumentaría 0,1% y la de fines del segundo, 0,3%. Una reducción de tasas, por lo tanto, acercaría la inflación promedio a 3% en el horizonte de proyección.
7. Además de hacer frente a este panorama de menor inflación —que se proyecta bajo plena credibilidad—, se puede argumentar a favor de la conveniencia de acomodar la instancia monetaria de manera de evitar el sesgo contractivo que inducen las perspectivas de menor inflación dada una tasa nominal, o asegurar la credibilidad del ancla nominal.
8. En contra de esta opción hay varios argumentos que sopesar. En primer lugar, lo que se enfrenta son básicamente *shocks* de costos —reducción del tipo de cambio y sorpresas puntuales en el nivel de precios. En presencia de credibilidad plena, y más allá de los efectos de estos cambios, que se transmiten a través de cláusulas de indexación, en principio ellos solo alteran el nivel de precios y no la inflación. Ello se verifica en que las proyecciones a mayor plazo, en particular hasta fines de 2005 y comienzos de 2006, no son sustancialmente diferentes a las contenidas implícitamente en el IPoM. Se tendría un panorama radicalmente diferente si se enfrentara un *shock* de demanda, en que la inflación de mediano plazo se viera relativamente más afectada, o si la credibilidad en el ancla nominal estuviera en riesgo. Por el momento, en el cuadro actual no hay indicaciones concretas de que esté en peligro la credibilidad del ancla, por lo que no parece necesario aumentar el impulso monetario por esta causa.
9. En segundo lugar, respecto de la posibilidad de apresurar el proceso de cierre de holguras, y de esa forma ayudar a que la inflación vuelva más pronto a 3%, cabe considerar que, dados los rezagos habitualmente involucrados, un recorte de la tasa de política monetaria tendría efectos en momentos en que tal impulso no es particularmente necesario —el escenario internacional apuntala un crecimiento sobre el potencial en 2004-2005— y, como se comentó, tendría efectos menores en el cuadro inflacionario de 2004. Por otro lado, tendría efectos más relevantes al acercarse la inflación a 3%. También es importante tener en cuenta sus efectos más allá del horizonte de proyección. Aunque el horizonte de 8 trimestres es el relevante para fines de comunicación, una extensión no debería quedar completamente ausente del análisis.
10. En tercer lugar, y en un tema más relacionado a la táctica de la política monetaria, cabe considerar que, en el escenario central, es probable que un recorte de tasas no tenga una duración muy prolongada. Ello por el fuerte impulso monetario que existe en la actualidad y el escenario de mayor crecimiento que se va asentando. Los efectos de un recorte, por lo tanto, pueden no ser de primer orden y, más bien, arriesgan provocar mayor volatilidad. En este sentido, una reversión de política transcurrido un tiempo breve es costoso para la comunicación y comprensión de la política monetaria. Asimismo, una reducción de la tasa de política monetaria podría más tarde requerir alzas de tasas algo más agresivas, aumentando la volatilidad.
11. Además, y en relación con el efecto contractivo de una menor inflación esperada dado un nivel de tasas, cabe precisar que mantener la actual posición expansiva por un tiempo prolongado tiene, en principio, un efecto similar al de una rebaja de tasas. Ello evidentemente no se conseguiría si las tasas estuvieran en torno a su nivel neutral. Para que este mecanismo opere, en todo caso, es necesario que el mercado perciba que éste será el caso. La trayectoria que han seguido las tasas nominales a dos y cinco años, con una caída promedio de 100 puntos base en un mes, y las reajustables a cinco años, que se mantienen en niveles similares a los prevalecientes antes de las sorpresas inflacionarias,



dan cuenta de que el mercado está internalizando que el impulso monetario se mantendrá por más tiempo, a pesar de que no espera un recorte de tasas.

12. Por último, es importante destacar que, al igual que cuando la inflación superó el 4% y las políticas no reaccionaron mecánicamente, el hecho de que la inflación se ubique bajo 2% y ello no induzca reducciones automáticas, comunica de manera directa una parte del proceso de toma de decisiones. Sin embargo, hoy el desafío es distinto, debido a la persistencia con que se prevé que la inflación permanecerá bajo 2%. De esta manera, las eventuales acciones de política que adopte el Consejo en los próximos trimestres, tanto en su oportunidad como en su magnitud, serán especialmente reveladoras para el mercado de la forma como interpreta el Banco la meta de inflación actual.
13. Cabe finalmente mencionar cinco fuentes de riesgo que pueden ser relevantes a la hora de evaluar las opciones:
 - una evolución de los costos salariales por debajo de lo anticipado, en particular debido a un posible menor reajuste del sector público;
 - innovaciones adicionales en el tipo de cambio;
 - un crecimiento mayor que el esperado, por ejemplo, si el nuevo escenario internacional provoca plenamente los efectos que se estiman sobre la base de datos históricos;
 - una reversión de las sorpresas en los precios de los bienes no perecibles; y
 - una mayor inflación internacional en dólares a través de las mediciones efectivas (IVUM), que hasta ahora se mantienen anormalmente desalineadas de las mediciones teóricas (IPE).

Si bien estos focos de riesgo tienen distintos efectos sobre la trayectoria de inflación, ninguno de ellos involucra, en principio, una disminución *sostenida* de la inflación, aunque sí podrían cambiar su trayectoria durante varios trimestres.

El Presidente ofrece la palabra para discutir las opciones.

El Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel, rescata los dos escenarios que planteó el señor Valdés - bajar o mantener - para dar sus argumentos.

Señala que entre los argumentos a favor de bajar la tasa de política monetaria está la gran novedad no anticipada de los últimos dos meses, que es la reducción en la proyección de inflación para los siguientes 24 meses. La proyección del IPC por debajo de 3% hasta fines del año 2005 constituye probablemente la desviación mayor y más persistente respecto del centro del rango meta para el horizonte de política que se ha observado desde que se fijó dicho centro en 3% hace un par de años. Más aún, el escenario base de proyección de inflación no incluye el reajuste de remuneraciones del sector público, que, si es de 2,7% reduciría la proyección de inflación en un 0,3% o 0,4% adicional en 2004 y algo menos a eso en 2005.

En segundo lugar, la proyección de la brecha del PIB respecto del PIB potencial se mantiene en valores negativos hasta el año 2006.

El horizonte de política es de 12 a 24 meses y éste es precisamente el período en el cual la inflación IPC será bastante más baja de lo anticipado y la brecha producto seguirá siendo negativa y no muy distinta de la que había antes de esta reunión hace un mes o en el IPOM de septiembre. Por lo tanto, cualquier regla de política razonable -que es función de las innovaciones en proyecciones de la inflación total IPC y de la brecha- sugeriría reducir la tasa de política monetaria ahora.

Tercero, las expectativas de inflación de mercado a todos los plazos se han corregido significativamente -sin precedentes históricos en estos niveles- a la baja: de 3,0% a 2,5% en doce meses (en la encuesta a analistas externos); a 2% a 12 meses (encuesta mesas



de dinero) y a insólitos -y, por tanto, difícilmente explicables- niveles de 1,5% a 1,8% en la diferencia entre BCP-BCU a dos y cinco años, respectivamente.

Finalmente, señala que, aunque los mercados esperan, en general, una reducción de la tasa de política monetaria hoy, algunos analistas y algunos políticos proponen bajarla. El Senador Ominami y el ex Ministro Cáceres proponen reducirla. El Grupo de Política Monetaria corrige su recomendación de tasa de política monetaria en 25 puntos hacia abajo. Como las diferencias entre los niveles propuestos por el Grupo de Política Monetaria y el nivel que ha fijado el Banco no son estadísticamente y significativamente distintas entre sí, la recomendación del Grupo de Política Monetaria equivale a reducir la tasa.

Entre los argumentos en contra de una reducción de la tasa de política monetaria o a favor de mantenerla están los siguientes:

Primero, las proyecciones para el IPCX y el IPCX1 son más cercanas a 3% para los años 2004-2005.

Segundo, la causa principal de los bajos niveles observados y proyectados futuros radica en un doble shock de oferta, que combina un shock favorable de márgenes y el más intenso shock de apreciación cambiaria, aparentemente provocada por los mejores fundamentos externos que enfrenta la economía chilena. (Contra-argumento: aunque es un shock de oferta, sus consecuencias sobre el IPC total son muy persistentes en el caso actual, como se desprende de las proyecciones de inflación para 2005).

Además, se observa incertidumbre respecto de la persistencia del escenario externo favorable y, por tanto, sobre el nivel actual del tipo de cambio. La situación actual y las recientes medidas de política económica en Argentina y en Brasil, sugieren que el panorama regional sigue siendo altamente incierto. Por lo tanto, con un coeficiente de traspaso cercano a 0,2 en Chile, la apreciación no anticipada del tipo de cambio nominal en torno a 10% observada en el pasado reciente -que implica per se una reducción temporaria de la inflación en 2%-podría revertirse. (Contra-argumento: Existe un alto consenso en que las proyecciones de precios de commodities y de condiciones reales y financieras internacionales se mantendrán favorables y consistentes con las del escenario base).

Tercero, los efectos de una reducción de tasa de 50 puntos base sobre la inflación en los siguientes 12-24 meses son pequeños, una décima el año 2004 y dos décimas el año 2005. Aunque esto es verdad en todas las circunstancias, básicamente porque las elasticidades citadas no son condicionales a los niveles de inflación, brechas y tasas, se debe considerar esta baja magnitud del efecto en las actuales circunstancias, que serían de gran temporalidad de la eventual reducción de la tasa de política monetaria.

Finalmente, de reducirse la tasa hoy, las proyecciones (corregidas hacia arriba por los efectos de esta reducción) de acelerada recuperación de la actividad y gradual convergencia de la inflación hacia el centro del rango meta, requerirían de una pronta reversión completa de esta reducción, probablemente en tres o cuatro meses, y una posterior aceleración en el incremento de tasas hacia la tasa neutral de política, en comparación con un escenario de mantención de la tasa de política monetaria. Esto es difícil de administrar y aún más difícil de explicar a la opinión pública y a los mercados.

Por todo lo anterior, estima el señor Schmidt-Hebbel que, colocando las anteriores desventajas y ventajas de la mantención de la tasa en una balanza, se hace recomendable mantener la tasa de política monetaria en el 2,75% actual.

El Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic, señala que, aunque comparte en general el análisis y las alternativas presentadas por el Gerente de División Estudios, considera muy importante prestar mucha atención a los datos que muestran una declinación en las expectativas de inflación, los que se suman a los datos que sugieren que en el mercado laboral hay presiones salariales menores a las históricas y a las propuestas de algunos analistas de incluso revisar hacia abajo la meta de inflación del Banco Central. Sobre



esto, señala que hay que recordar que las proyecciones que se han presentado están hechas bajo el supuesto de plena credibilidad y que si ese supuesto no se cumpliera, es decir, se mantuviesen estas expectativas de inflación por debajo de la meta del Banco por un tiempo prolongado, retornar a la inflación meta tomará más tiempo de lo que se ha estimado. Por consiguiente, cree que más allá de la decisión que se tome, es muy importante, en esta ocasión, reiterar de modo particularmente fuerte, el compromiso del Banco con esa meta de inflación, de modo de dar un mensaje que ayude a orientar esas expectativas aparentemente desalineadas por el momento, sujeto a las calificaciones que hay que hacer respecto a imperfección de las medidas.

El Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera, señala que los datos más recientes están indicando que efectivamente las brechas que hay en la economía son relativamente amplias, o sea, hay una holgura por delante. Esta apreciación cambiaría que, a diferencia de cuando hubo una depreciación no se traspasó a precios, ahora, sí se traspasa muy rápidamente a una menor inflación, en distintos componentes. Cree que eso es sintomático y que todavía hay sectores en el área de comercialización que están con exceso de capacidad. Más aún, si esos sectores están con números negativos, puede ser precisamente porque están financiando todavía un exceso de capacidad y absorberlo les da holgura para mantener sus márgenes de comercialización bajos y tratar de maximizar volúmenes durante algún tiempo porque ya tienen hecha la inversión. Lo mismo, dice, pasa en el área del empleo. Se continúa observando salarios reales que estarían, en el margen, ajustándose hacia abajo o con un menor crecimiento, una recuperación de la productividad, o sea, todo eso indica que, en realidad, hay bastante espacio para que la economía se pueda expandir sin riesgo inflacionario importante. Ahora bien, con las proyecciones que se tenía, a junio del próximo año se estaría viendo con la inflación sobre el 3%. Coincide con el señor Schmidt-Hebbel de que es difícil explicar ese movimiento en V, no cree que haya mucho espacio hacia abajo, posiblemente haya uno hacia abajo para bajar la tasa, pero cree que esos son movimientos muy finos y, el más grueso es que dentro de un horizonte intermedio se van a observar movimientos al alza de la tasa de interés. Por consiguiente, lo que parece más congruente en ese escenario es afirmar la mantención de la tasa por un tiempo mayor y esperar y seguir observando la evolución de la economía.

El Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann, destaca un factor de riesgo adicional, referido al comportamiento del precio del petróleo. Señala que ésta ha sido una variable particularmente volátil. Indica que hacia el próximo año el escenario base considera un precio de 26 dólares el barril que, si bien no representa un cambio respecto a lo que se presenta en el último IPOM, hay que destacar que es una posición relativamente conservadora en el contexto de otros bancos de inversión e instituciones especializadas. Menciona el hecho que el movimiento del precio del petróleo en cualquier dirección podría tener consecuencias en las proyecciones de inflación, por lo que es una variable importante a monitorear con detención durante el año 2004. Independientemente, de la decisión que se tome respecto a la tasa de política, señala que no cabe duda que lo central está en el comunicado de la decisión que definitivamente se tome. Esto, por cuanto la situación que hoy día se enfrenta en términos de la decisión es especialmente compleja, en el sentido de que en los próximos meses se espera que la inflación se mantenga por debajo del 2%.

El Gerente General, don Camilo Carrasco, hace presente que le da bastante importancia que en las proyecciones de corto plazo, 6 meses, 8 meses, se van a ver inflaciones realmente muy bajas, llegando probablemente a 0% en la inflación de doce meses. Cree que el Banco va a tener dificultades en dar argumentos suficientes como para mantener la tasa. Piensa que, por otro lado, en el horizonte de política, el riesgo de que se supere el 3% es cero. Por consiguiente, tiende a pensar que la lógica indica que se debería hacer un movimiento de tasa a la baja. No le ve peligro alguno y le parece que si se es simétrico con las veces que se ha subido la tasa, en esta oportunidad hay suficientes argumentos como para bajarla.

El señor Ministro de Hacienda cree que entre los presentes existe un consenso mucho mayor que el que se encontraría afuera respecto a lo virtuoso que ha sido el nuevo marco de política macroeconómica, marco que, por algunas razones, está siempre sujeto a crítica. Desea recordar algo por todos sabido, pero señala que es bueno enfatizar y es que en



el marco actual, la política fiscal se ha atado las manos en términos de ser proactivamente contracíclica. Es moderadamente contracíclica o como la bautizó la OCDE es más bien casi neutral, es claramente no procíclica, pero tampoco es marcadamente contracíclica respecto de otros marcos como el del Banco de Inglaterra o incluso el Banco Central Europeo.

Señala que a ninguno de los presentes se les escapa que, en ese marco, la política monetaria es la única llamada a efectuar los movimientos contracíclicos que el espacio de la política macroeconómica puede hacer, esto es, aquellos que no vulneran esas restricciones que están dadas por elementos estructurales. Por eso, señala que, en primer lugar, se necesita una política monetaria muy proactiva, de lo contrario, obviamente la tendencia a hacer más activismo fiscal va a crecer en el tiempo. Y en segundo lugar, para armonizar bien los objetivos de empleo e inflación, es necesario que la política monetaria sea absolutamente simétrica, y pregunta a los presentes si podrían mantenerse relativamente tranquilos con una tasa de instancia monetaria constante y sin ninguna ulterior comunicación. Si se estuviera en un escenario en que se prevé que en tres trimestres consecutivos se va a estar arriba del 4%, en que la economía tiene ya por años acumulado un gap negativo, en que recientemente se hubiera dado una importante depreciación cambiaria, pero que hubiere expectativas de que la economía va a comenzar a decaer en lo sucesivo y algunas indicaciones preliminares, consulta si se podría, en esas circunstancias, tener el pulso lo suficientemente firme para mantener la tasa o creer que mantener la credibilidad y el ancla los llevaría casi irrenunciablemente a subirla. Sugiere que se hagan la pregunta, porque de alguna forma, lo que ahora hagan va a tener que, en el futuro, ser simétrico con lo que decidan en una situación inversa si es que se comparte que es virtuoso para la economía chilena el que sea la política monetaria la que juegue el rol contracíclico y no la fiscal. Agrega que hay un argumento que últimamente se ha dado que tiene peso, pero que hay que ser cauteloso al respecto, que es el problema de la credibilidad del Banco cuando todo hace intuir que en el mediano plazo o corto a mediano, la tasa va a ir en una dirección contraria a lo que la conjetura hace en el spot respecto a la misma tasa. Esto es ¿tiene sentido bajarla ahora cuando se sabe que en algún momento, en el futuro, la dirección tiene que ser ineludiblemente para arriba? Entonces, dice, el problema que tiene esa forma de razonar es que, si se entiende que esta economía va a funcionar en ciclos, porque va a tener shocks internos y externos, hay alguna función óptima de política monetaria que va a tener que ser necesariamente cíclica, o sea, va a tener que seguir más o menos el ciclo de los shocks reales o financieros. Si se piensa un poco el argumento, cuando se está acercando a la parte más baja o acercándose a la parte más alta, este trade off de no seguir subiendo porque la probabilidad de que el siguiente movimiento sea en la dirección opuesta, es cada vez más difícil. Por eso, un exceso de cautela puede llevar a que se desvíen de la política óptima y se corte antes de tiempo por el miedo a tener que cambiar de signo; entonces van haber puntos de inflexión en la política monetaria si es que se cree que ésta tiene que hacer el papel contracíclico en este marco de política estructural y si se está siempre con mucho miedo a que el próximo movimiento sea para el otro lado, se va a tender, necesariamente, a cortar la secuencia de baja o la secuencia de alza antes de lo que sea óptimo.

Por último, señala que tal como lo ha venido sosteniendo en todas las últimas reuniones, la parte que le parece más incierta de las proyecciones es lo que se refiere al tipo de cambio. Recuerda que en estas mismas reuniones cuando se analizaba una potencial aceleración del escenario externo y, consiguientemente, una aceleración de la demanda interna, se planteó que el supuesto de estabilidad del tipo de cambio no parecía enteramente consistente con esa realidad y ha sido lo que ha tendido a ocurrir. A diferencia de las tasas largas, en el caso de las cortas son dos instancias que las determina la política, no el mercado. Es cierto, dice, que la tasa es baja, pero no es menos cierto que se vive en un momento de tasas extraordinariamente bajas a nivel mundial, por tanto, también hay que tomar debida cuenta de ello.

Por consiguiente, lo que le preocupa es que se pueda estar manteniendo una política que dada la de los demás, y que es relativamente evidente que se está en una posición cíclica más atrasada que otras economías como la economía americana (hay un gap mucho mayor), y que los incentivos para la entrada de capitales tanto producidos por las tasas cortas cuanto por el esperable rendimiento de los activos conforme la economía acelere y si tiene más



gap tiene más potencial de aceleración ésta que las otras, conduzca a un escenario de ulterior apreciación del peso, con lo cual se puede tener nuevamente otra reunión en que se tenga nuevamente otra desviación relevante.

Por todo lo anterior, sugiere que se considere bajar la tasa porque no le parece que cuando continuamente se ha estado discutiendo que el objetivo central del Banco Central es la tasa de inflación, se conjeture implícitamente diciendo "qué importa que la tasa de inflación esté un poco baja si total la actividad va a ir subiendo", es decir, o se está en el lado de la actividad o en el lado de la inflación. No se puede estar en el lado de la inflación cuando está hacia arriba y en el lado de la actividad cuando la inflación está hacia abajo. Pero advierte que no le parece indispensable tampoco que sea la única o la obvia alternativa, también se sentiría bastante cómodo con una decisión de mantener, en la medida en que esta decisión esté acompañada de alguna suerte de comunicación, que las innovaciones que se han realizado, claramente, permiten al Banco mantener una política estimulativa y, continuar fomentando el despegue de la demanda interna con un espacio más prolongado de lo que se visualizaba hasta ahora.

El Presidente, señor Corbo, manifiesta que, efectivame, han habido sorpresas importantes en la parte inflacionaria por el tipo de cambio que es imposible predecirlo. Son noticias que afectan al tipo de cambio nominal que están muy asociadas a las expectativas que tenía la gente con respecto al cobre. Cree que todavía quedan incertidumbres importantes con respecto al precio del petróleo y también en relación a los países vecinos. Señala que el gobierno argentino anunció un reajuste de remuneraciones y la gente cree que esto va a producir un salto en la inflación. En Brasil, se ha tenido noticias que el Banco del Estado va a comprar la principal empresa de acero. Todo lo anterior produce ruido, por consiguiente, no se sabe cuánto se pueda revertir la parte cambiaria. Cree en la segunda opción que es la de mantener la tasa ahora, recomienda observar más, pero con un statement de que la inflación proyectada ha tenido una caída, lo cual hace pensar de que el estímulo monetario se va a mantener por mucho más tiempo, lo que va a empezar a recolectar los beneficios inmediatamente porque el mercado va a tener circulación. Esto tiene la gran ventaja de tener un poco más de espacio para ver qué sucede en los meses que siguen. Estima que esta opción tiene muchos más elementos de seguridad ahora, por tal motivo hay que ser cuidadosos, no hacer mucho ruido y siguiendo con la idea de que la política monetaria en Chile ha sido tremendamente facilitadora del rol del ajuste, su rol contracíclico que ha jugado en forma importante. Por todo lo anterior, concuerda en mantener la tasa con una visión hacia más adelante.

El Consejero señor De Gregorio manifiesta lo siguiente: Los antecedentes proporcionados por la Gerencia de División Estudios son bastante definitivos respecto de la actual coyuntura. Las perspectivas de crecimiento han mejorado de manera importante durante los últimos meses, ayudados en gran medida por un auspicioso escenario externo. Sin embargo, en materia inflacionaria, los antecedentes muestran que si bien en el horizonte de proyección la inflación se aproxima a 3%, se estará sistemáticamente durante los próximos dos años por debajo del centro del rango meta y fuera del rango prácticamente durante todo el año 2004, y ese debería ser el elemento central a tomar en cuenta respecto de la decisión de hoy.

Este escenario tiene alguna similitud, aunque en la dirección opuesta y como se argumentará después, con menores incertidumbres al que se enfrentó hace un tiempo cuando la depreciación del tipo de cambio alcanzó sus niveles máximos y ponía en riesgo la meta de inflación. Dado que en esos momentos se pensó que el tipo de cambio había sobreaccionado, se decidió intervenir en el mercado cambiario, lo que resultó exitoso desde el punto de vista de estabilizar el valor del peso. También en esos momentos se pensó que, de persistir las presiones cambiarias, tal vez habría que subir la tasa de instancia para evitar un desanclaje de la inflación.

Sin embargo, hoy día la coyuntura presenta menores incertidumbres. El tipo de cambio se ha apreciado, y si bien podría rebotar a niveles más altos, es difícil que alcance niveles que pongan en riesgo la meta de inflación por la parte superior del rango. En el horizonte de proyección la inflación iría subiendo muy suavemente para converger al centro del



rango meta sólo a fines del año 2005 o principios del año 2006 y estas proyecciones han sido hechas con un reajuste del sector público aparentemente holgado. En consecuencia, cree que hay argumentos sólidos y consistentes con la política de metas de inflación, para bajar las tasas de interés. El objetivo debe ser simétrico, y cree que de estar en la situación opuesta se estaría subiendo la tasa de interés. Piensa que se podría argumentar sobre una posición levemente asimétrica si se pensara que un desvío en la parte superior genera más fácilmente un desanclaje. Subir de 4 a 6 a 8 es más fácil que de 2 a 0 o a -2. Sin embargo, cree que aún es prematuro sostener esa interpretación ya que requeriría rediscutir con mayor profundidad el objetivo de inflación. La opción de baja de tasas se ve reafirmada por el hecho que a principios del próximo año se estará con tasas anuales de inflación, transitorias en todo caso, de 0%, e incluso podrían ser negativas.

En ese momento, habrá una fuerte discusión sobre la conveniencia de bajar las tasas de interés, aunque probablemente, y tal vez deseablemente, ya se verá la inflación convergiendo al centro del rango meta a fines del horizonte de proyección, lo que descartaría dicha opción, porque el dilema es hoy día y no en unos meses más. Asimismo, se discutirá la conveniencia de bajar el rango meta, lo que a pesar de ser tentador, pondrá en serios aprietos la credibilidad de ajustar la meta a las proyecciones, y no actuar en la dirección opuesta.

Se podría argumentar que lo más conveniente sea mantener la tasa actual por más tiempo, lo que no se puede descartar a priori, ni tampoco comprometerse a priori. Esa no es la forma en que se conduce la política monetaria. El compromiso es revisar la coyuntura mes a mes, y decidir sobre esa base los movimientos de tasa. A lo sumo se pueden usar sesgos, pero no por más de un mes.

Por todo lo anterior, cree que hay un caso muy fuerte para proponer una rebaja de tasas. Sin embargo, piensa que también hay argumentos para recomendar su mantención.

En primer lugar, el mercado no espera una baja de tasas, lo que indica que aunque han desplazado sus expectativas sobre la fecha en la cual se subirán las tasas, aún no se comprende en plenitud el marco de políticas. De hecho, el argumento más importante para prevenir una baja de tasas es que la actividad se está recuperando sólidamente y a una velocidad mayor a la esperada. Pero ese no es el punto. En la medida que dicho mayor dinamismo no se traduce en presiones inflacionarias, y es eso lo que se esperaría que el mercado comience a percibir y a entender lo que es nuestro esquema de política monetaria.

Otra razón para mantener las tasas es que en un plazo moderado, y tal como se anticipó en el último IPOM, la expansividad de la política monetaria se comience a revertir. No sería prudente bajar las tasas para comenzar luego a deshacer dichas rebajas. Pero como señaló anteriormente, cree que sería más saludable bajar las tasas hoy que esperar a los meses en los cuales la inflación esté sustancialmente por debajo del rango meta, período en el cual estaremos sometidos a un cuestionamiento de nuestra credibilidad por estar muy desviados del rango meta y no se puede descartar que estén enfrentados a la decisión de bajar tasas, además cree que esto se puede solucionar con una reversión que si bien se pospone, puede ser más acentuada y con mayor agresividad en la parte alta del ciclo tal como se hizo el año 2002 con las bajas de tasas de interés.

Por último, piensa que el argumento más válido para mantener una posición de cautela es que el riesgo del nivel de actividad sea a un mayor crecimiento que incluso el que se espera hoy, lo que no es para nada descartable, y por lo tanto, se estaría subestimando la trayectoria inflacionaria.

Hoy día se está enfrentado a una situación compleja, de las más complejas que han sucedido. Existe una política monetaria muy expansiva, y aún así la inflación se desvía del rango meta. Agregar expansividad es tal vez inefectivo y riesgoso, pero es probablemente la decisión más ajustada al esquema de metas de inflación.

Es en esta ocasión, dice, donde enfrentamos el dilema de cuánto confiar en los modelos de proyección, los cuales mecánicamente sugerirían un relajamiento, y cuánto dejar a



nuestro juicio. En este último caso, y al evaluar los riesgos si se concluye que es muy probable una aceleración mayor de la actividad, la conclusión sería mantener una posición de cautela mientras se materializa dicho escenario, el que conduciría a una disminución de la expansividad de la política monetaria. Cree que de decidirse por lo último, tal vez se debería incluir un sesgo en el comunicado.

Como se señala en las Opciones de Política Monetaria en las decisiones actual y venideras se testeará efectivamente el significado de la meta y será revelador respecto de cuanto toleramos desviaciones por debajo del rango meta, las que de acuerdo a las proyecciones de la División Estudios ocurrirán a lo largo de todo el próximo año.

El Consejero señor Desormeaux señala que comparte en su plenitud la recomendación de la Gerencia de División Estudios haciendo presente sus felicitaciones por tratarse de un informe especialmente completo en una situación que, como han dicho los anteriores participantes, es bastante compleja y más compleja aún de comunicar. Comparte el que se esté enfrentado fundamentalmente a un shock de oferta porque se sabe, meridianamente bien, que la política monetaria no es la herramienta adecuada para enfrentarlo, pero esto se ve complicado por el hecho que la duración de esta inflación por debajo de nuestra meta es bastante larga. Sin embargo, está claro que si se hace fine tuning se puede correr un riesgo de introducir mayor volatilidad en la tasa de interés y en el propio nivel de actividad. Recuerda que las tasas largas ya han bajado, de manera tal que la expectativa de lo que puede hacer un movimiento en la tasa no es muy grande, pero el argumento que más le convence de todos los argumentos que el Departamento de Estudios ha incorporado, es aquél del mensaje que se transmita con la decisión que se tome hoy día. Señala que si el Banco Central actúa de una manera simétrica a la que se hizo el primer trimestre de este año cuando con una inflación por encima del 4% no se movió la tasa, se está comunicando, precisamente, cuál es nuestra función de reacción, cuál es en el fondo el marco de política en el que aquí se opera y cree que eso tiene un valor en sí mismo en el sentido de ir educando al público en anticipar de alguna manera la forma en que el Banco Central actúa.

Desea agregar algunos elementos adicionales que tienen que ver con escenarios de riesgo, uno de los cuales también acaba de mencionar el Consejero De Gregorio. Le preocupa, precisamente, la posibilidad de que se esté siendo, esta vez, un poco conservadores de la estimación de la reactivación de la economía chilena. Quiere poner acento en dos indicadores: los indicadores de demanda interna y los indicadores de ingreso nacional disponible que están en la minuta del Departamento de Estudios, en la cual aparece la demanda interna creciendo en 7,5% el año 2004 y en 7,2% el año 2005 y esto respaldado por un incremento del ingreso nacional disponible real de un 6,2% en un caso y 5,8% en el otro. La verdad, dice, es que esos incrementos del ingreso disponible real están condicionados por la estimación de crecimiento del PIB y los aumentos determinados en los términos de intercambio. Pero como lo dijo el Departamento de Estudios brevemente, en realidad, ellos morigeraron un poco lo que es la respuesta promedio que se ha tenido ante ciclos de recuperación de la economía mundial. Ese resultado pudo haber sido algo mayor y con el ingreso nacional disponible creciendo en promedio 6% en ambos años y la demanda interna a 7.5% o más de 7%, la posibilidad de que el PIB crezca a tasas del 6% o más en ambos años no se puede descartar, de hecho, en un ambiente de mucha liquidez, de un mejoramiento significativo de expectativas, que la recuperación de la economía chilena fuera especialmente más rápida y le preocupa, porque esto naturalmente significará un acortamiento de brechas y la necesidad de revertir cualquier decisión de baja de tasa de una manera muy rápida y que se pueda pagar un costo de credibilidad con ello.

Señala que no mencionará el petróleo que también ha sido citado, porque es más difícil de prever su evolución, pero sí quiere mencionar otro tema que citó el señor Presidente y es que la recuperación de América Latina, que ha tenido mucho que ver con la trayectoria del tipo de cambio, es en extremo frágil. Bastaría un aumento de los spreads soberanos en los mercados de bonos o un aumento de las tasas de interés internacionales de alguna magnitud, para que haya un serio problema nuevamente de sostenibilidad de las cuentas externas de países importantes de América Latina. Si se suma a eso que la economía



norteamericana puede verse obligada a una desaceleración importante el año 2005 en un esfuerzo por reducir su déficit fiscal, la verdad es que hay dos elementos que introducen mucho riesgo y pueden hacer que parte importante de la caída del tipo de cambio se revierta.

En suma, observa que el beneficio que se podría obtener de la baja de tasas de interés es pequeño y el riesgo de introducir más activismo en la política monetaria hoy día es grande y, por lo tanto, también prefiere reafirmar la tasa de política y dar una señal en el sentido de que ésta va a ser más duradera, lo cual tiene también los beneficios que aquí se mencionaron.

El Vicepresidente señor Marshall desea hacer tres breves comentarios que son aditivos a lo que se ha mencionado. En primer lugar, le preocupa el hecho de que haya sido el dólar el tema de las últimas semanas, por tanto, hay dos posibilidades de ver un movimiento a la tasa: el prisma podría ser que el Banco Central esté tratando de compensar el dólar o que esté tratando de ajustar su política a la inflación. Cree que sería bastante negativa la primera lectura porque toda la ganancia que existe por explicar a través de hacer funcionar el esquema de política en una dirección, se pierde en la otra. Manifiesta que la gente o una parte del mercado puede pensar que, en realidad, la tasa de interés ahora es para asegurar tener un cierto nivel del dólar. Entonces, su primer comentario es que mantener la tasa refuerza la flotación hoy día, independiente de mantenerla desde el punto de vista de la inflación, desde el punto de vista de la flotación, la refuerza, o sea, lo que le está diciendo al mercado es que la tasa de interés no es el instrumento para el tipo de cambio.

En segundo lugar, señala que si se toma las proyecciones del Departamento de Estudios, resulta que las proyecciones son todas al alza en materia de crecimiento para los próximos años, por consiguiente, uno dice hay dos posibilidades. Una es que las brechas se cierran más rápido y la otra es que el producto potencial se va a estar revisando al alza por los Tratados de Libre Comercio. Las conferencias de prensa de las empresas las últimas tres semanas han sido solamente para anunciar inversiones, lo cual no es menor, y no sería raro que haya una corrección al alza en la capacidad de producción. Si es así, quiere decir que la tasa neutral de la economía está subiendo y si se está manteniendo la tasa, se está haciendo aún más expansiva la política. Desea tratar un poco ese punto de decir respecto de qué, en estos momentos, se hicieron nuevas proyecciones, pero en esas nuevas proyecciones no se corrigió la tasa neutral, se mantuvo. Cree que hay algo ahí que probablemente no es el momento de entrar en discusión, porque no se ha tratado, pero cree que es importante mencionarlo.

Su tercer comentario se refiere al gráfico final de la trayectoria, o sea, que la comparación relevante no es la comparación con el IPOM. Si se observa el IPOM de hace algunos meses y se observa la nueva proyección, ésta resulta muy impactante. La comparación relevante es ver la trayectoria de las variables con 25 puntos base menos y con la tasa actual, tanto desde el punto de vista de las tasas como desde el punto de vista de la inflación, y ahí es donde el balance que hay entre esas dos trayectorias, la trayectoria con una reducción o la trayectoria con la tasa actual, desde el punto de vista de la recuperación de la actividad económica, dado que la inflación está bajo control, le da la impresión de que por opción, más que por decisión -normalmente el Banco Central decide- en esta ocasión diría que el Banco Central opta por mantener porque es una trayectoria que personalmente cree más coherente con la recuperación de la actividad.

Termina el señor Marshall enfatizando esos tres elementos: el factor flotación que, a su juicio, no es menor hoy día porque se está discutiendo y se va a seguir discutiendo; el factor tasa neutral y el mirar esto como dos trayectorias para distintas magnitudes y dentro de esas dos trayectorias la pregunta, más que cuál es amenaza para la inflación, es cuál ayuda más a la recuperación y, a su juicio, el Banco Central debe optar por mantener la tasa porque le da mayor perspectiva y estabilidad a las variables financieras, a los agentes económicos, a los mercados, y eso ayuda a la reactivación. Cree que esos son los argumentos adicionales a los que ha escuchado.



El señor Ministro de Hacienda señala que para el gobierno una trayectoria más plana de tasas a futuro o una baja ahora no le parece una diferencia demasiado sustancial. Agrega que hay otro argumento en favor de mantener y es que durante la reunión pasada se evaluó la posibilidad de mantener o de subir y entiende que eso es público. Es cierto, dice, que la innovación ha sido fuerte, no tan impredecible tampoco, por lo tanto, le parecería que un argumento de cautela, que avala la idea de mantener la tasa -que no se sabe si la innovación puede revertirse parcialmente, mantenerse estancada o profundizarse- le parece adecuado, pero con el mismo énfasis que, si en la próxima reunión la innovación del dólar continúa en el mismo sentido, al menos sus argumentos en pro de la baja van a tener más fuerza y no porque crea que la política monetaria tiene que ser la forma de intervenir el tipo de cambio, sino porque una trayectoria más marcada del peso hacia su fortaleza va a condicionar la trayectoria de la inflación.

El Presidente señor Corbo manifiesta que otro argumento adicional es que la gente va a empezar a ver cifras de crecimiento cada vez más fuerte en la parte de importaciones reales. Cree que hay un riesgo, lo mismo que decía el Consejero De Gregorio, que el crecimiento se acelere por encima de lo hoy proyectado, con lo cual se acortan más rápido las brechas.

El señor Ministro de Hacienda opina que pueden haber innovaciones más fuertes en la demanda, pero también es cierto que pueden haber nuevas innovaciones en el tipo de cambio, o sea, que a una economía más dinámica le corresponda un peso cada vez más fuerte, sobre todo si la tasa está por arriba de la de Estados Unidos.

El Consejero señor De Gregorio concluye en que al escuchar los argumentos en una política de metas de inflación donde el objetivo se articula en torno a la inflación y no al producto, está convencido de que habría que bajar la tasa de interés. Cree, sin embargo, que existen elementos de juicio sobre la fragilidad de las proyecciones a futuro que pueden sugerir cautela. Lo que sí quiere advertir es que es probable que si el escenario actual se consolida y hay más presiones a la baja de la inflación, en particular por lo que resulte del reajuste al sector público, y al mismo tiempo se da con mejores cifras de actividad, el dilema que se está enfrentando hoy, es decir, una economía relativamente fuerte con inflación cayendo se va a profundizar. El dilema se va a repetir. Sumado todo esto y dada la discusión, cree que es importante de que esta decisión sea unánime y vota por mantener la tasa de política monetaria.

Se somete a votación las opciones presentadas, manifestando los Consejeros su decisión de mantener la tasa de política monetaria.

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

55-01-031113 – Tasa de Política Monetaria.

Se acuerda mantener la tasa de interés de política monetaria en 2,75% anual. Los tramos de la línea de crédito de liquidez también permanecen inalterados.

Se retiran de la Sala el señor Ministro de Hacienda, don Nicolás Eyzaguirre y la señora Bernardita Piedrabuena K.

V. Comunicado

“ En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central resolvió, por la unanimidad de sus miembros, mantener la tasa de interés de política monetaria en 2,75% anual.

Desde la última reunión se ha acentuado el aumento en los términos de intercambio y ha continuado el mejoramiento del panorama de crecimiento mundial para el próximo año, mientras se mantienen condiciones financieras internacionales positivas. Estos factores, unidos a mejores expectativas internas, reafirman el panorama de mayor crecimiento de la actividad previsto para los próximos trimestres.

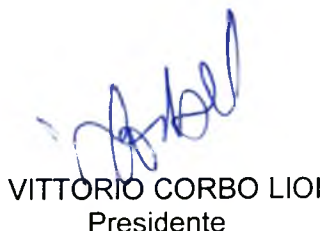
En cuanto a la inflación, los últimos antecedentes indican que las presiones de precios se han atenuado. La inflación del IPC se encuentra bajo 2%, mientras la inflación subyacente se ubica en la parte baja del rango meta. La reducción de la inflación es más intensa de lo previsto, debido a la incidencia transitoria de factores de oferta, especialmente el tipo de cambio y los márgenes de comercialización. Por lo anterior, las proyecciones de inflación para el próximo año se ubican en la actualidad en torno a un punto porcentual por debajo de lo anticipado en el último Informe de Política Monetaria. Con todo, la proyección de inflación a fines del horizonte de política converge al 3%.

A la luz de los antecedentes disponibles, el consejo considera que las condiciones monetarias expansivas pueden extenderse por un tiempo mayor que el previsto con anterioridad. No obstante, reitera que continuará usando sus políticas con flexibilidad, de manera de confrontar las desviaciones que se proyecten, en cualquier dirección, respecto de la trayectoria esperada de la inflación en relación con la meta estable, centrada en 3%.”

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 19,15 horas.



JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente



VITTORIO CORBO LIOI
Presidente



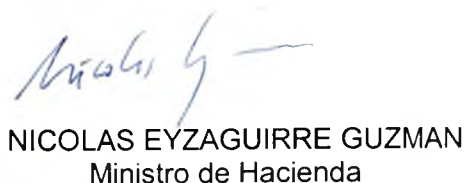
JORGE DESORMEAUX JIMENEZ
Consejero



MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera



JOSE DE GREGORIO REBECO
Consejero



NICOLAS EYZAGUIRRE GUZMAN
Ministro de Hacienda



JORGE COURT LARENAS
Ministro de Fe (S)