



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION DE POLITICA MONETARIA N° 52
Celebrada el 4 de septiembre de 2003

En Santiago de Chile, a 4 de septiembre 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.

Asisten también los señores:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;
Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Angel Nacur Gazali;
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;
Gerente de División 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 Información e Investigación Estadística, don Ricardo Vicuña Poblete;
Secretaria Ejecutiva del Gabinete de la Presidencia, doña Cecilia Feliú Carrizo;
Jefe de Prosecretaría, doña Cecilia Navarro García.

I. Resolución sobre Proyecto de Acta correspondiente a la Sesión N° 51, celebrada 12 de agosto de 2003.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo el Proyecto de Acta correspondiente a la Sesión N° 51, celebrada el 12 de agosto de 2003, cuya versión final se aprueba sin observaciones.

II. Resolución sobre Minuta correspondiente a la Sesión N° 51, celebrada el 12 de agosto de 2003.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo la Minuta correspondiente a la Sesión N° 51, celebrada el 12 de agosto de 2003, la que se aprueba sin observaciones.

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

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

IV. Exposición.

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



Desde el último *Informe*, las tendencias inflacionarias subyacentes han seguido una trayectoria por debajo de la prevista en ese momento. Aunque a mediados del primer semestre la inflación subyacente pareció acelerarse, los reducidos registros de julio y agosto más que compensaron las sorpresas previas. La tasa de inflación subyacente, excluyendo tarifas reguladas y otros precios indizados (IPCX1) aumentó desde niveles por debajo del rango meta a fines del año pasado hasta una cifra inferior a 2,5% en la actualidad. Con esto y los marcados movimientos que han tenido tanto los precios del petróleo y sus derivados como los de algunos bienes perecibles, la inflación anual del IPC se redujo desde el máximo reciente de 4,5% en marzo a cifras ligeramente inferiores a 3% en agosto, esperándose que continúe cayendo hasta poco menos de 2,5% en octubre. Dado el esquema de política monetaria y el compromiso con el objetivo de baja inflación, el incremento del IVA debería tener solo un efecto limitado y transitorio sobre las distintas medidas de inflación.

Más allá de los factores puntuales detrás de los movimientos de corto plazo de la inflación del IPC, las tendencias inflacionarias de mediano plazo deberían verse afectadas por un proceso de descompresión gradual de márgenes, con costos laborales unitarios mayores y, también, niveles superiores de inflación externa durante este año. Al respecto, los antecedentes más recientes muestran incluso que estos últimos eventos podrían estar ocurriendo antes que lo previsto en el *Informe* de mayo, aunque las implicancias de ello para la trayectoria inflacionaria subyacente futura no son evidentes. Por su parte, el ritmo de descompresión gradual de márgenes es coherente con un aumento, también gradual, del crecimiento de la actividad económica y con proyecciones de inflación de mediano plazo que se mantienen en torno a 3%.

El ritmo de crecimiento del PIB tendió a desacelerarse durante el segundo trimestre, mostrando una expansión inferior a la prevista en el último *Informe*, principalmente por una importante disminución del crecimiento de la actividad industrial. Por el lado del gasto, el consumo privado perdió dinamismo en el margen y los volúmenes exportados sufrieron una importante desaceleración. En el desempeño del consumo influyó el que los términos de intercambio de la economía chilena siguieran una trayectoria distinta a la prevista luego del fin de la guerra en Irak, debido a un incremento importante y sorpresivo del precio del petróleo en los últimos meses, lo que afectó el ingreso nacional disponible y la capacidad de gasto de los distintos actores nacionales. La incertidumbre sobre el inicio de la recuperación de la economía mundial también jugó un rol en la trayectoria que siguieron el PIB y el gasto interno. Pese a ello, persiste la evaluación de que en el segundo semestre de este año y en el curso del próximo se apreciará un crecimiento similar al previsto algunos meses atrás. En esto, juega un papel central la consolidación de tasas de crecimiento mayores en el mundo, junto con una recuperación de los precios de los *commodities* y mejores condiciones financieras internacionales. Adicionalmente, las condiciones monetarias en Chile siguen siendo claramente expansivas, a pesar del marginalmente menor crecimiento del crédito y el aumento de algunas tasas de interés de colocación. La misma mantención de la tasa de política monetaria (TPM) en un nivel estable desde enero de este año provee de un impulso monetario adecuado para las actuales circunstancias, que de hecho es superior al que los mercados financieros locales preveían, hace algunos meses atrás, para estas fechas.

Las consecuencias del conjunto de noticias acumuladas sobre la trayectoria probable de la inflación de mediano plazo fueron las que llevaron al Consejo a decidir mantener la TPM en 2,75% en las últimas cuatro Reuniones de Política Monetaria, conservando así el marcado impulso de la política monetaria. En su oportunidad se evaluó que no habría sido conveniente iniciar el proceso de normalización de la política monetaria pues, de acuerdo con los antecedentes disponibles, ello habría ralentizado innecesariamente el ritmo de crecimiento esperable para la actividad y para los precios subyacentes. De hecho, aunque las alternativas que se analizaron más profundamente en las últimas reuniones fueron mantener o aumentar la tasa de política, la opción de mantener fue la que se fortaleció más con el correr de las noticias. De todas formas, se estima que, en la medida que se consolide un mayor ritmo de crecimiento, las holguras de capacidad se irán reduciendo, escenario que se ha reflejado en el comportamiento de las expectativas y los mercados financieros durante las semanas más recientes.



A pesar de que luego del fin de la guerra en Irak los mercados financieros internacionales esperaban un rápido fortalecimiento del crecimiento económico global, empujado principalmente por la economía de Estados Unidos, el ritmo de expansión de la principal economía mundial tardó en afianzarse. Incluso, en un momento, distintos observadores consideraron la posibilidad de que entrara en un proceso deflacionario. Sin embargo, las noticias más recientes, en particular el ritmo de crecimiento efectivo y su composición durante el segundo trimestre de este año —que registró mayor inversión—, las encuestas de expectativas, las cifras laborales, las cifras de actividad del sector servicios, las ventas al detalle y de durables, así como el desempeño de los mercados accionarios, consolidan las proyecciones de mayor crecimiento y han tendido a menguar este riesgo, a lo que se añaden resultados de empresas más bien favorables y un marcado impulso desde la política macroeconómica.

Para el resto del mundo desarrollado, en cambio, la recuperación ha sido más lenta y con importantes diferencias entre regiones. En cuanto a perspectivas, para la zona euro la recuperación será más lenta que lo anticipado en mayo, considerando que en el segundo trimestre se vio un estancamiento y que algunas de sus economías, en particular Alemania e Italia, se encuentran en recesión. En Japón, en tanto, han comenzado a aparecer señales más favorables en el ritmo de crecimiento efectivo y su composición durante el segundo trimestre de este año. Sin embargo, el alcance de la recuperación está limitado por la situación del mercado financiero japonés, que se mantiene como un freno a la demanda interna. Asia emergente, en tanto, se constituye como el segundo motor del crecimiento mundial, pese al impacto que el Síndrome Agudo Respiratorio Severo (SARS) tuvo sobre la actividad de la región, el que estuvo acotado a una caída importante en la actividad de algunas de sus economías durante el segundo trimestre.

Los mercados financieros internacionales han mejorado también notoriamente en el último tiempo, apoyados por la amplia liquidez y un mayor apetito por riesgo. El elevado precio del petróleo, que aún no ha retornado a los niveles que se esperaban hace unos meses, también ha contenido el ritmo de crecimiento global. En este entorno, a pesar de la positiva trayectoria reciente del precio del cobre, los términos de intercambio en promedio se ubican por debajo de los escenarios probables considerados desde fines del año pasado. En suma, las noticias del último mes tienden a reafirmar el escenario de mayor crecimiento de la economía global a partir de la segunda mitad del año 2003. Los riesgos de desviaciones negativas siguen presentes, aunque hoy son menos probables que en mayo pasado.

A futuro, los riesgos de la economía global siguen vinculados a la gran incertidumbre que existe hoy en el mercado internacional de los combustibles, el que ha mostrado altos grados de volatilidad desde el fin del conflicto en Irak, especialmente durante las últimas semanas. La lenta recuperación de la producción de petróleo de esta nación del Medio Oriente, junto con el cumplimiento de cuotas por parte de la OPEP y la evolución de los inventarios en Estados Unidos han mantenido el precio del crudo en niveles elevados, pero no se descarta una reversión de las tendencias recientes en un plazo mediano. En una perspectiva de mediano plazo, además, siguen latentes los riesgos asociados a la forma en que se resuelvan los déficit de cuenta corriente y fiscal de Estados Unidos y el avance de las reformas estructurales en Japón y Europa, más allá de algunos avances recientes en Francia y Alemania.

En los países de la región se observan, desde ya hace varios meses, condiciones financieras mejores y más estables que a principios de año, a lo que ha contribuido el mayor apetito por riesgo de los inversionistas. Aunque el proceso legislativo de aprobación de reformas en Brasil avanza, aún quedan desafíos para el logro de condiciones financieras más estables, en un contexto de mayor debilidad económica. En Argentina, en tanto, aunque la situación económica ha mejorado, recientemente se aprecia un ritmo pausado de crecimiento de la actividad. Además, quedan aún pendientes una reestructuración global del sistema financiero, la solución de controversias sobre derechos de propiedad y la recuperación del acceso voluntario a los mercados de capitales.

En Chile, las condiciones monetarias han seguido siendo claramente expansivas, a pesar del marginalmente menor crecimiento del crédito y las alzas de algunas tasas de interés de



colocación. En el último trimestre los créditos de consumo redujeron su crecimiento, luego de prácticamente un año y medio de expansión a tasas muy pronunciadas. Las tasas de interés de colocación en pesos para estos créditos han aumentado durante ese mismo lapso, después de dos o tres trimestres de estabilidad. Además, el crecimiento del conjunto de los agregados monetarios ha disminuido significativamente, algunos desde tasas de crecimiento en doce meses particularmente elevadas. El peso ha sufrido algunos vaivenes en las últimas semanas, reflejando los movimientos de los diferenciales entre tasas de interés externas e internas y de los términos de intercambio, así como las noticias de la reactivación mundial. Hasta unos días atrás, el peso se mantenía en términos reales en niveles más depreciados que los implícitos en los ejercicios de proyección contenidos en los *Informes* previos. Ello, en parte, reflejó la debilidad de los términos de intercambio, pero además pareciera ser una de las formas como la economía se ajustó a la desaceleración de la actividad a lo largo del primer semestre, y se relaciona a la mayor competencia que han enfrentado algunos sectores particulares desde países que han tenido fuertes ganancias de competitividad.

Las expectativas relacionadas con el curso de la economía y la política monetaria reaccionaron solo levemente al escenario coyuntural de menor dinamismo. Ello probablemente refleja que los mercados y los analistas ya han internalizado un escenario de mayor dinamismo de la actividad en el mediano plazo, con presiones inflacionarias afianzadas en torno a 3%, junto a una gradual reducción del impulso de la política monetaria. Específicamente, la encuesta de expectativas del Banco Central indica que la TPM se ubicará en 3% a fines de este año y en 4% a fines del próximo. La TPM extraída de la curva *forward*, en tanto, tendría un incremento de entre 25 y 50 puntos base durante el cuarto trimestre de este año, para llegar a cerca de 5% a fines de 2004.

El crecimiento de la actividad estimado para el segundo trimestre se ubicó algo por debajo de lo proyectado en el *Informe* de mayo. Aunque no es posible determinar con precisión las razones de lo anterior, pareciera que los factores más relevantes son tres. Primero está el aumento de la competencia que enfrentan ramas manufactureras relevantes que sustituyen importaciones: en el último año, las importaciones de bienes de consumo provenientes desde Argentina y Brasil se han incrementado en 33%, y estas importaciones alcanzaban el año 2000 a 16% del valor agregado industrial de los sectores con los que compiten. En segundo lugar, se aprecia que la desaceleración de los socios comerciales en el segundo trimestre coincide con la caída de las exportaciones industriales (más allá de factores de oferta en sectores como salmones y celulosa) y con la desaceleración de las ramas industriales exportadoras. En tercer lugar, los menores términos de intercambio y el fin del proceso de reacumulación de bienes durables pueden haber incidido en el menor dinamismo del gasto interno y, en particular, en el crecimiento de sectores orientados al mercado interno.

El mejoramiento de los indicadores de gasto —en especial del consumo privado— iniciado a mediados del año pasado tendió a moderarse en el segundo trimestre. Las ventas de bienes durables se han mantenido esencialmente constantes desde el primer trimestre de este año, aunque a niveles elevados. Junto a esto las expectativas de los hogares, luego del repunte que experimentaron en mayo al terminar la guerra en Irak, tuvieron una caída para repuntar recién en agosto.

En contra del comportamiento reciente menos dinámico de algunos indicadores de consumo, la inversión tuvo un desempeño por encima del crecimiento del PIB en el segundo trimestre de este año, confirmando las señales incipientes que se verificaron en el *Informe* anterior. Parte de este resultado se explica por inversiones específicas en sectores relacionados con recursos naturales, por lo que no constituye aún un patrón generalizable al resto de los sectores ni fácilmente extrapolable para el corto plazo. En todo caso, el destacado nivel que mantienen las ventas inmobiliarias, la recuperación que muestran los indicadores de rentabilidad privada y las utilidades de las empresas, la trayectoria previsible de la inversión pública, así como el probable impacto sobre la confianza que tendrá el escenario de mayor crecimiento, hacen posible esperar en el escenario más probable un moderado aumento de la tasa de inversión en el próximo par de años.



El ajuste a la baja del gasto público introducido para este año y el incremento del IVA permitieron al Fisco mantener su compromiso con la regla de superávit estructural de 1%, a pesar de una reducción de ingresos estructurales por diversos motivos. El mantenimiento de esta regla ha sido positivo para las condiciones macroeconómicas generales de Chile, apoyando el bajo nivel del *spread* soberano, y facilitando la implementación de políticas macroeconómicas contracíclicas.

Aunque el crecimiento en Chile perdió fuerzas en los últimos meses, la mejora reciente en la economía mundial debería favorecer un repunte del crecimiento en los próximos trimestres. Las perspectivas de corto plazo para la actividad y el gasto están especialmente relacionadas a la persistencia de las noticias desde mayo con respecto al incremento del precio del petróleo, el vínculo entre la actividad de los socios comerciales y el ritmo de crecimiento del país, y la relación entre las expectativas de los hogares y el mercado laboral. Por ahora, la evolución de los términos de intercambio es un elemento que resalta en comparación con lo esperado hace unos meses atrás. En efecto, las proyecciones del precio del petróleo para este año y el próximo se ubican hoy cerca de US\$3 por barril por encima de lo previsto al terminar la guerra en Irak, lo que resta cerca de 1% a los términos de intercambio. Por otro lado, aunque el ritmo de creación de empleos ha excedido con creces lo esperado, ello ha reflejado principalmente aumentos en el autoempleo y en la participación de la fuerza de trabajo secundaria, mostrando además señales incipientes de desaceleración en las mediciones recientes.

Un elemento central para determinar el ritmo efectivo que tomará el proceso de cierre de holguras en el mediano plazo es el panorama de crecimiento de la actividad mundial. Al respecto, las noticias recientes son coherentes con la visión de consenso, que espera un fortalecimiento del crecimiento mundial en lo que queda de este año, empujado por la recuperación de la actividad de Estados Unidos y Asia emergente. Este pronóstico, de cumplirse, además de influir favorablemente en las expectativas privadas, debería fortalecer los volúmenes exportados y sostener los precios de las exportaciones. Por estos factores, además del persistente impulso que mantiene la política monetaria y situaciones específicas en el sector minería, que contribuirán más de lo usual en el crecimiento del tercer y cuarto trimestres, el Consejo estima que este año el crecimiento del PIB se ubicará entre 3% y 3,5%. Hacia el próximo año, en tanto, el Consejo espera que el mayor ritmo de expansión cíclica de la economía global, el impulso que mantiene la política macroeconómica nacional, y otros efectos positivos derivados de mejores perspectivas de negocios por los acuerdos de libre comercio y otras reformas sustantivas, aspectos reflejados en el considerable repunte que han mostrado los índices accionarios locales, impulsen el crecimiento interno, hasta cifras entre 4% y 5%.

El gasto interno, en este escenario, aumentaría este año en una cifra cercana a la del crecimiento del PIB, para llegar a tasas de crecimiento entre medio y un punto por sobre la expansión de la actividad durante 2004 y 2005. Se espera que este proceso se dé de una forma relativamente balanceada, con un crecimiento del consumo privado impulsado por el mejoramiento del ingreso nacional, junto con mayores tasas de inversión fija en la medida que las holguras de capacidad comiencen a cerrarse. Las mejores condiciones externas también debieran incidir en un repunte del crecimiento de las exportaciones no cobre. Las exportaciones de cobre, en todo caso, incidirían positivamente en el PIB del año 2004, debido básicamente a factores de oferta. De esta manera, se proyecta que la cuenta corriente alcance un déficit cercano a 0,5% del PIB este año, y llegue a saldos entre -0,5% y -1% del PIB en los próximos dos años. Estas cifras son algo inferiores a las del *Informe* anterior, debido en parte al menor dinamismo de la demanda interna inducido por un menor crecimiento de los términos de intercambio.

Este escenario de crecimiento no dista del presentado en el último *Informe*, cuando se preveía que el crecimiento se ubicaría entre 3% y 4% este año y sobre 4% el próximo. Las proyecciones del sector privado tampoco han cambiado de manera sustantiva desde mayo pasado. De acuerdo con la encuesta de expectativas económicas del Banco Central, las proyecciones de crecimiento para el año 2003 disminuyeron desde una mediana esperada de 3,4% en mayo a 3,3% en agosto, manteniéndose en 4,2% para 2004. Según *Consensus Forecasts*, las proyecciones de crecimiento promedio para el presente año alcanzaron 3,3%



tanto en abril como en agosto pasado, mientras que las proyecciones para el año 2004 aumentaron desde 4,1% a 4,3% en los mismos meses.

El aumento gradual de la inflación subyacente proyectado para los próximos trimestres está condicionado a una serie de factores. Un aspecto central es el grado de cierre de brechas, el que está determinado por la diferencia entre el ritmo de crecimiento efectivo que tenga la actividad económica y el crecimiento de su potencial. Ambos aspectos están sujetos a grados de incertidumbre comparables a los considerados en los *Informes* más recientes. Por una parte, existen dudas con respecto a la manera en que evolucionará el crecimiento global, elemento que influye en la velocidad con que se cierran las holguras. Por otra parte, la combinación entre tasas de inversión cercanas a 23% del PIB y el fuerte incremento de la ocupación desde mediados del año pasado indica que la medición de la productividad total de factores, en el mejor de los casos, se ha mantenido estable. De hecho, hace ya varios años que no se observan tasas de crecimiento significativas en esta variable. De persistir esta situación en los trimestres venideros, será necesario reevaluar el escenario de crecimiento de la capacidad potencial en el corto plazo, el que aún se estima entre 3,5% y 4%.

Otros factores que actualmente presentan mayor incertidumbre que la habitual, son la trayectoria de los costos laborales unitarios y la inflación importada. Las mediciones en la práctica de ambas variables han revelado incrementos superiores a los esperados. Sin embargo, esto podría implicar solo un cambio en el perfil de la trayectoria esperada para el mediano plazo, adelantando el aumento de la inflación, sin poner en riesgo que ésta finalmente se mantenga en torno a 3%. Además, es posible que las medidas efectivas sean en realidad inferiores a las que capturan las estadísticas habituales. Indicaciones de esto son, por ejemplo, la fuerte competencia que enfrenta el rubro textil y las caídas recientes de los precios de algunos productos importados, lo que sería indicativo de que la caída de precios externos continúa, a pesar de la depreciación del dólar respecto de las principales monedas en el último año. Por su lado, el incremento de los costos laborales unitarios refleja la caída en las mediciones de productividad media del trabajo, la cual ha sido bastante más intensa y súbita que lo previsto, mientras se aprecia una tendencia a la desaceleración de las remuneraciones nominales. En todo caso, más allá de los efectos de composición que puedan estar detrás de estos fenómenos, lo que parece más probable es que la desaceleración de la productividad media del trabajo sería un fenómeno transitorio, vinculado al importante incremento de la participación de la población económicamente activa en la fuerza de trabajo durante los últimos trimestres. En la medida que se dé el escenario de expansión cíclica considerado y se mantenga el panorama de crecimiento de tendencia entre 3,5% y 4% para los próximos años, con un crecimiento de la fuerza de trabajo más cercano al de la población económicamente activa, se debería observar un repunte de la productividad en el escenario central de este *Informe*. Ahora bien, independientemente de la trayectoria efectiva que siga la productividad del trabajo en los próximos trimestres, lo relevante para el diagnóstico inflacionario es la manera como los salarios nominales se acomodan a ella.

En el escenario más probable de proyección, en que las holguras de capacidad se reducen poco a poco, y los márgenes se tienden a descomprimir, el Consejo estima que la tendencia de la inflación debería mantenerse cerca del centro del rango meta. El impacto del incremento del IVA sobre la inflación sería transitorio, al involucrar solo un cambio por una vez en el nivel de precios. Una conducción adecuada de la política monetaria hace necesario continuar evaluando cuidadosamente el efecto sobre la inflación proyectada que tendrán finalmente los cambios en los impuestos indirectos, debido a que en una perspectiva de mediano plazo, los movimientos por una sola vez en el nivel de precios no deberían inducir acciones correctivas de política monetaria. Por otra parte, la política monetaria debe cautelar que este cambio por una vez en el nivel de precios no se propague hacia la dinámica inflacionaria a través de efectos indirectos o de segunda vuelta.

Así, la inflación anual del IPC alcanzaría un promedio de 2,7% en los próximos veinticuatro meses, similar a la prevista en el *Informe* anterior. Esta medida tendrá, en todo caso, fluctuaciones importantes en los próximos seis meses, generadas por los cambios de base asociados a la trayectoria pasada de los precios de los productos perecibles y al comportamiento más probable del precio del petróleo. Se espera que la inflación anual del IPC



continúe descendiendo en el curso del tercer trimestre y comienzos del cuarto, para luego remontar a cifras en torno a 3% hacia fines de año y descender nuevamente en el primer trimestre de 2004. La inflación del IPCX, en tanto, pasaría desde tasas del orden de 2,5% anual en el curso del tercer trimestre de este año hasta valores cercanos a 3,5% entre fines del próximo año y principios de 2005, para luego descender hacia el centro del rango meta. Hacia fines del horizonte de proyección, la inflación anual del IPC tendería a asemejarse a la inflación subyacente. De esta manera, a pesar de las noticias recientes de precios, se sigue anticipando un incremento de la inflación anual del IPCX que la mantendría por varios trimestres en la mitad superior del rango meta. Sin embargo, gracias a la descompresión de márgenes que se genera por la combinación de esta trayectoria de precios y de una evolución acotada de los costos —por la menor inflación externa y la leve apreciación real esperada para el tipo de cambio desde los niveles promedio observados en las últimas cuatro semanas—, y a la persistencia de holguras, la inflación subyacente retornaría al centro del rango meta.

Estas proyecciones se comparan con la inflación esperada que arroja la última encuesta de expectativas, de 3% en los próximos once y veintitrés meses, cifras similares a las que se esperaban en mayo pasado. Las proyecciones informadas por *Consensus Forecasts* son también coherentes con estas cifras, aunque muestran una expectativa de inflación de 3,2% para fines del presente año. En tanto, las expectativas de inflación que se derivan de los diferenciales de tasas de interés de instrumentos nominales e indizados emitidos por el Banco Central apuntan a cifras en torno a 3% en horizontes de veinticuatro meses y cinco años, lo que, aunque representa un repunte de cerca de 50 puntos base con respecto a las prevalecientes hace algunos meses, es coherente con el objetivo de estabilidad de precios.

Por ahora, no hay antecedentes suficientes para señalar que el escenario central de proyección para el mediano plazo tenga características muy diferentes a las consideradas por el consenso. Con todo, persiste la posibilidad de que la esperada aceleración de la actividad siga un curso diferente al previsto y existe incertidumbre respecto de las consecuencias efectivas de los cambios que muestran las medidas de costos. La concreción de tasas de expansión de la actividad y el gasto crecientes en el tiempo, que permitan reducir las holguras existentes en la actualidad, depende, entre otros factores, de un afianzamiento del más promisorio escenario externo, que se ha afirmado en lo más reciente, y una recuperación sostenida de los términos de intercambio. Las noticias más recientes en estos ámbitos, junto con la entrada en vigencia de los diversos tratados de libre comercio y la mantención, pese a cambios en el margen, de condiciones financieras favorables para Chile, permiten esperar —con menor incertidumbre que en *Informes* pasados— un mejor panorama de mediano plazo, aunque persiste la preocupación sobre posibles escenarios alternativos. En particular, aún subsisten riesgos de desviaciones negativas en el escenario internacional.

En el ámbito interno, no se puede descartar un escenario de mayor crecimiento que el delineado en este *Informe*. En los últimos días han ocurrido cambios relevantes en el tipo de cambio, el riesgo país y otros precios de activos financieros que reflejan un mayor optimismo sobre el curso que tomará la economía nacional. De mantenerse sostenidamente estas condiciones se podría configurar un escenario de mayor crecimiento de la demanda interna, en particular de la inversión, acompañado de un déficit de la cuenta corriente algo mayor al previsto y más flujos de capitales.

Por otra parte, aunque se estima que el bajo ritmo de crecimiento de la productividad en trimestres recientes es de carácter coyuntural, no se descarta que persista en el tiempo e incida en el diagnóstico de crecimiento de mediano plazo y en la magnitud efectiva de las holguras de capacidad. Además, si un escenario de menor repunte de la productividad del trabajo no va acompañado de un ritmo reducido de expansión de los salarios nominales, ello podría redundar en presiones inflacionarias superiores a las previstas. Al respecto, cabe mencionar la dificultad histórica que han mostrado los salarios para ajustarse a los cambios en las condiciones del mercado laboral, especialmente en circunstancias como las actuales, cuando persisten altas tasas de desempleo.



Con relación a los componentes importados de la inflación, la experiencia de los años pasados muestra que la economía chilena ha podido acomodar cambios en precios relativos sin causar efectos persistentes en la inflación. Ello, en parte gracias a la credibilidad de la meta de inflación, pero también por una importante capacidad de sustituir proveedores externos y por una caída de precios de importación de diversos bienes que continúa, a pesar de la depreciación nominal del dólar respecto de otras monedas. Con todo, podrían darse escenarios considerablemente diferentes para la inflación externa, con efectos sobre la trayectoria de los precios internos. Finalmente, aunque escenarios para el precio del crudo distintos al considerado en el escenario central de este *Informe* parecen probables, su impacto en la trayectoria de mediano plazo de la inflación en Chile sería acotado.

En su conjunto, se estima que el balance de riesgos para la actividad se encuentra equilibrado, al igual que para la inflación.

En los próximos meses, el Banco Central pondrá especial atención en el comportamiento de las presiones de precios más subyacentes, incluyendo la evolución de los costos laborales y de la inflación externa, así como el ritmo que tome el cierre de las holguras de capacidad, el que a su vez está ligado a la persistencia de las tendencias de crecimiento de la actividad y el gasto. Un factor especialmente relevante en esta evaluación es lo que suceda con el ritmo de crecimiento global. De verificarse el escenario más probable que se ha delineado en este *Informe*, que incluye una reducción de las holguras de capacidad, es previsible que en el futuro, y en ausencia de *shocks*, la política monetaria tienda paulatinamente a normalizarse, moviéndose hacia una posición algo menos expansiva. En todo caso, como es habitual, el Banco Central continuará usando sus políticas con flexibilidad, de manera de confrontar movimientos persistentes en la inflación proyectada que la alejen de la meta de 3% en una u otra dirección. En este sentido, escenarios diferentes al central, que solo se develarán con el transcurso del tiempo, tienen asociadas distintas trayectorias para la política monetaria.

El Presidente ofrece la palabra a los asistentes para comentar sobre la información entregada.

El Vicepresidente señor Marshall hace las siguientes consultas: 1) Si sigue siendo igual la percepción del staff de que los rezagos con que la economía internacional afecta hoy día la economía chilena son más breves que antes; 2) Si la relación entre el crédito y la demanda ha cambiado su rezago, porque antiguamente era de dos trimestres y aparentemente ha dejado de serlo; 3) Si se ha observado lo que ha pasado con el tiempo promedio de desempleo; 4) Cuál es el efecto macro del aumento de los ingresos tributarios de los combustibles; y 5) Al enfatizar el cambio en la proyección de inflación respecto del mes pasado, si se hace un análisis más de mediano plazo, ¿cuál sería la descomposición de los errores de inflación que se han cometido?

El Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés, contesta diciendo que, respecto de la sincronía del ciclo en Chile y el mundo, no hay todavía una respuesta definitiva aunque hay dos conjuntos de evidencias. Uno, es que en el World Economic Outlook del Fondo Monetario Internacional (WEO) se muestran las tasas de inversión y los crecimientos y varias otras variables macro de distintas economías agrupadas bajo algunos criterios, observándose que el mundo parece estar más sincronizado que lo que se pensaba. Por ejemplo, el crecimiento de la inversión está fuertemente correlacionado entre países.

En segundo término, señala que en una reunión con don Ricardo Caballero se trató el tema de la calidad de las proyecciones de la demanda interna, porque hasta ahora el staff está muy satisfecho con las ecuaciones de precios, pero mucho menos con la forma en que se ha desempeñado la proyección de actividad. El señor Caballero recomendó apreciar, precisamente, el crecimiento del mundo como un determinante del crecimiento nacional, pero no mirando para atrás, con rezagos, sino que considerando las proyecciones externas hacia delante como determinantes de la actividad de hoy. Manifiesta el señor Valdés que se está trabajando en esto y lo que aparece hasta ahora, con un efecto muy importante, es la



proyección de crecimiento de Estados Unidos como determinante de la inversión en Chile hoy día. Esto parece ser algo que nunca se había considerado y abre toda una agenda de investigación en la que hay que buscar datos más largos, pero, en principio, no es el efecto tradicional de términos de intercambio o el efecto volúmenes de exportación, en que porque hay más exportaciones y más ingreso, el país es más rico y se gasta más un tiempo después.

Con respecto a los ingresos tributarios de los combustibles, lo que se comenta se contrapone a otros ingresos tributarios que han estado más bien en el lado negativo. Entonces, en el margen, la verdad es que el Fisco, si fue algo más contractivo en materia de gasto, es porque en lo relativo a los ingresos no hay una expansión elevada. La operación renta fue muy mala, aunque el IVA rindió mucho el año pasado, por lo que las tasas de crecimiento están un poco más bajas hoy día. Obviamente existe una discusión de cuánto subsidiar los combustibles y ése es el trasfondo más político de la discusión sobre si lo que gana ENAP va a las arcas del Fisco para programas en general o si se debiese gastar en subsidio a los combustibles.

En relación con la descomposición de errores, explica que respecto del escenario que había en el IPOM anterior, la inflación está exactamente igual a como se preveía para estas alturas del año, a pesar de las críticas de los analistas que, en ese momento, dijeron que había exceso de optimismo en este tema. En todo caso, dice, la verdad es que no se acertó en los componentes de esa inflación. Explica que en promedio está bien, pero lo que es interesante es que existe una compensación entre los errores en el precio de los combustibles, mucho más altos, de los perecibles, un poco más altos, y de la inflación subyacente, mucho más baja. Hay cinco décimas de diferencia y la razón para ello es menos clara. Probablemente tiene alguna vinculación con la desaceleración de la actividad del segundo trimestre, pero hay otras causas como, por ejemplo, que los IVUM (Índice de Valor Unitario de Importaciones) han sido más bajos que lo que se suponía. Además, están todos los asuntos de márgenes que se han conversado hasta ahora.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García, refiriéndose a la consulta sobre proyección de la inflación, señala que efectivamente el error de la proyección del IPCX1 es bastante inusual. Expresa que, en general, el modelo de inflación IPCX1 se tiene bien evaluado, no habiéndose cometido errores de proyección de esta magnitud en el pasado y menos en situaciones en las cuales hay un cambio de fase tan brusco. Agrega que puede estar asociado con los factores que mencionó el señor Valdés, sin embargo, el modelo tal como está diseñado hoy, tiende a ser bastante más lento en incorporar las noticias, entonces la noticia de brecha difícilmente puede impactar con tanta importancia en un plazo tan corto en la trayectoria efectiva de la inflación.

Respecto de los rezagos, señala el señor García que existe un rezago para los márgenes y un rezago para la brecha y los coeficientes también son de magnitudes bastantes menores. Cree que ahí todavía hay algo que explorar y una interpretación puede ser que esto corresponde a un fenómeno más estructural. Si es así, el escenario se complica pues esto va a acelerarse hacia delante, por lo tanto, si el cuarto trimestre viene con inflaciones subyacentes aún más reducidas y el IVA no se traspasa y la inflación anual termina en 2,4% en lugar de 3%, indudablemente hay que evaluar bien qué se está suponiendo para los parámetros más estructurales del modelo.

En relación con las otras consultas que hizo el señor Marshall, dice que efectivamente lo referido a la relación entre crédito total y actividad dejó de ser tan cercana como lo era en el pasado, por ejemplo, porque el crédito comercial ahora ya no es la principal fuente de financiamiento para muchas empresas sino que está el componente de los bonos que no está incorporado en el crédito. Eso hace bastante más difícil encontrar estas correlaciones como ocurría en el pasado, lo que tiene también un corolario con lo que está pasando con los agregados monetarios que han perdido, en cierta forma, las correlaciones históricas con la actividad que tenían en los años 90. De todas formas, dice, se observa el crédito de una manera similar a como se observan los agregados monetarios, es decir, como



indicativos de la forma como la política monetaria está siendo más o menos expansiva, pero no como una variable clave en determinar el rezago con el cual se mueve el ciclo. El canal de transmisión de tasa de interés que después golpea directamente la actividad sigue teniendo un rezago de uno o dos trimestres. La experiencia del año pasado con el repunte del consumo también coincide un poco con eso y el crédito que, en cierta forma, es como el dinero que está en el background, no es la variable que intermedia entre tasas y actividad. Por lo menos, ese es el diagnóstico hasta ahora.

En relación a lo que está ocurriendo con el mercado laboral y la evolución del desempleo, lo que se ve es que las últimas cifras no muestran cambios muy importantes. Hubo una fuerte caída de la evolución del desempleo el año 2002; a principios de ese año se produjo una reducción de este factor bastante fuerte y este año ha habido una reducción adicional pero bastante leve, por lo tanto, la cifra de este cambio que hubo en la evolución del desempleo ocurrió en el año pasado, no este año.

Finalmente, el señor García comenta respecto al efecto macro de los ingresos tributarios de los combustibles diciendo que si la regla se cumple -porque hay más de un tipo de impuesto y menos de otro- el diagnóstico para las proyecciones no debería cambiar. El canal de transmisión principal es qué pasa con el spread soberano. Ese es quizás el canal de transmisión que es cualitativamente más importante para la realización de las proyecciones de crecimiento, porque impacta directamente en éste y también en la inflación por su implicancia eventual en el tipo de cambio.

El Presidente consulta por qué en el diagnóstico hay este fuerte aumento en las utilidades de las empresas, pensando que ese incremento afecta expectativas y afecta también el costo de fondos.

Contesta el señor García diciendo que quizás está implícito en el diagnóstico porque el hecho que se espere que lo que pasó en el segundo trimestre es transitorio, es posiblemente reflejo de que también se tiene esa ganancia de utilidades en el primer semestre y eso se va a reflejar en que el segundo semestre, que en general, viene algo mejor que el primero o que el segundo trimestre y, para el próximo año también se esperan niveles de actividad más altos. Señala que eso podría venir por el lado de que, por una parte, hay mejores términos de intercambio, lo que ha impactado fuertemente en el resultado de algunas empresas lo cual se refleja eventualmente también en mejores niveles de actividad global. Por lo tanto, es más bien un antecedente o un síntoma de la mejoría del escenario internacional más que un gatillador directo del ciclo.

El Presidente dice que también le va a bajar el costo de fondos a las empresas o van a tener más liquidez, o sea, va a haber muchos modelos de inversión en los cuales esos fondos van a estar al lado derecho.

Interviene el señor Marshall señalando que hay una diferencia en ese punto en el sentido de si se trata del resultado final de la empresa o si es el resultado operacional, porque la rentabilidad marginal de la empresa está vinculada al operacional y lo que se publica en los balances es el final. Por ejemplo, dice, en el primer trimestre el resultado operacional había caído probablemente porque aumentaron los costos por el precio del dólar o del petróleo, entonces el resultado operacional estaba más bajo a pesar que la rentabilidad final de la empresa estaba más alta.

El Presidente recomienda analizar este tema para tener una respuesta.

El Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera, señala que los principales incrementos en las utilidades operacionales en las empresas se observaron en aquellas ligadas a la exportación de materias primas, y que un factor principal detrás de estas



tendencias es la mejora en los términos de intercambio para este año. De acuerdo a los antecedentes revisados, cabe esperar que esta situación se mantendrá el próximo año.

Respecto a lo mismo, el señor Valdés manifiesta que hay otro elemento. Cree que la idea de que los flujos importan para la inversión son relevantes cuando hay restricciones de liquidez más fuertes y la impresión que existe es que ha habido liquidez, hay acceso al mercado externo, tasas bajas, posibilidad de colocaciones, recursos de las AFP y por lo tanto, lo que existe es más una decisión de inversión que el efecto de una restricción de liquidez. Puede gatillarse esa decisión de inversión porque hay utilidades, pero el vínculo a través de la restricción de liquidez que se libera porque hay utilidades, cree que es un poco menos fuerte.

El Presidente dice que eso es verdad para las empresas grandes, pero si se está pensando en empresas pequeñas y medianas, éstas han enfrentado restricción de liquidez por dos o tres años, entonces, si esa situación se invierte, lo más probable es que la respuesta va a ser fuerte.

El Gerente General, don Camilo Carrasco, tiene la impresión que, como buenos banqueros centrales, las proyecciones que se están haciendo son excesivamente conservadoras. No sabe si comunicacionalmente es bueno, pero piensa que también es conveniente ponerse en el escenario que realmente se piensa que va a ser más probable. Ve, específicamente, que el caso más obvio es el tratamiento del precio del petróleo. Señala que como escenario central para el próximo año la Gerencia de División Estudios plantea un precio muy por sobre lo que se está proyectando por otros analistas a nivel internacional y sobre ese escenario central, que ya proyecta un precio del petróleo alto, se está pensando como escenario de riesgo uno aún más arriba. Haciendo un juicio algo más arriesgado, se debería plantear un escenario que parezca el más probable, dentro del desconocimiento que siempre se tiene en esto. Por lo menos, dice, percibe en Chile y en el mundo un sentimiento distinto al que le parece que se transmite aquí. Piensa de que si hay un escenario de riesgo, es un escenario de riesgo que nos favorece, o sea, que las cosas van a ser mejores, tanto desde el punto de vista de la inflación como del crecimiento.

El señor García señala que hay un impacto en términos de intercambio, que podría incidir tres décimas en la actividad. El efecto de la inflación no dejaría de ser importante porque eso es un 10% menos de precio del petróleo, el impacto principal es vía las gasolineras donde la mitad del precio es impuesto, lo que implica una caída de 5% y eso pondera 3% a 4% en el IPC. Existen dos décimas o tres décimas en inflación, por lo que se puede tener inflaciones que no lleguen a 3% sino que entre 2,5% y 3%.

El Presidente dice que le preocupan los riesgos de que el petróleo pueda tener un shock hacia arriba o hacia abajo y también las otras variables. Pensando en el escenario que se está viviendo de acuerdo a los datos que ha entregado el FBI y también la inteligencia inglesa en cuanto a eventuales actos terroristas, le preocupa mucho que se analice con dos dólares más o dos dólares menos de precio del petróleo. También hay otros riesgos como que en Estados Unidos hay un déficit en cuenta corriente de 5% y algo más del producto y hay un déficit fiscal del 6%, este año, incluyendo los gobiernos locales y estatales, o sea, hay 4,3% de déficit del gobierno federal y 1,7% de los otros, o sea, seis puntos del PIB. También cree que hay mucho riesgo en la economía internacional y eso puede llevar nuevamente a una corrección del dólar. Piensa que el escenario central es bueno hacia arriba, pues los riesgos han disminuido porque la economía partió, pero concuerda con la evaluación, en general, en que el año 2004 y el año 2005 hay riesgo todavía, especialmente porque la única economía que empuja, que es Estados Unidos, aún tiene desequilibrios grandes.

El señor García cree que efectivamente de la forma cómo está redactado este Informe quizás se produce una cierta brecha entre la sensación en el ambiente y lo que está comunicando el Banco. Estima que es conveniente mantener esta brecha si realmente se cree que esta sensación de euforia en el ambiente es algo sobredimensionada.



Agrega que en el Informe de enero ya se mencionaba que la economía venía en un repunte, las expectativas privadas estaban bastante negativas y en mayo se confirma que se había dado ese repunte, pero algo más débil; en el margen, las expectativas han seguido mejorando y el staff percibió que esto se aceleró y por lo tanto, en cierta forma en los últimos tres Informes, incluido éste, se han estado adelantando un poco al mercado y en su opinión sería pernicioso aumentar demasiado la sensación ambiente con una opinión demasiado optimista, porque si eso no se da, ya se ha sufrido los costos de situaciones parecidas a esa en el pasado.

El Presidente piensa que una forma de responder a lo anterior puede ser el hecho que cree que el año 2003 ya está casi cerrado. Estima que hay que observar cómo se ve hacia delante y en esa dirección las cosas se ven más positivas. Está el Acuerdo con Estados Unidos, la reactivación de la economía mundial, el Fondo Monetario nuevamente resaltó que va a ser 4% el crecimiento del próximo año y 3% éste, un punto más de crecimiento mundial. También el informe del Banco Mundial que apareció ayer es muy positivo. Ve que las cosas están cambiando en forma importante, en el margen, que América Latina tiene el primer año equilibrado después del 2000, por consiguiente, cree que el año 2004 se ve mejor. Recuerda que se dijo muy claro, en mayo, que se pensaba que con la desaceleración que había en la economía mundial era lo más probable que el segundo trimestre se iba a enfriar, porque aquí se estaba en una economía globalizada. Se dijo en el Senado y en todas partes que las cifras eran ambiguas. Tampoco, agrega, se puede lanzar un balde de agua fría si no se está seguro de lo que se está diciendo, que ese es el punto para donde va el Gerente General, porque lo que se dice como Banco Central tiene mucho peso. Señala que la forma de balancear eso es que el año 2003 está relativamente jugado, porque se demoró mucho en partir Estados Unidos y eso hizo que la economía mundial tuviera una frenada y el año 2004 se ve mucho mejor.

El Gerente de División Internacional, señor Jadresic, estima que es importante distinguir entre el proceso de discusión interna y lo que resulta finalmente de esta discusión. Señala que la discusión de riesgo toma tiempo, pero ello no refleja necesariamente lo que es el tono del mensaje que debe salir finalmente del IPOM. El mensaje general, como él lo ve, es un mensaje positivo, es un mensaje en que se está diciendo que las cosas afuera están mejorando y se consolidan, la economía mundial crece más rápido, el precio del petróleo de todas maneras cae, el precio del cobre sube, el spread mejora, e internamente se hace un ajuste de rango, pero todavía las cifras son positivas. Es cierto que hay que tener cuidado desde el punto de vista del mensaje final de no exagerar la nota de cautela, pero ello no significa no dar esa advertencia. En ese sentido, cree que el tiempo que se dedica a la discusión interna sobre riesgos da una impresión exagerada sobre su importancia, pero esa discusión no debiera dominar la percepción sobre el mensaje que dejará el IPOM. Lograr un tono adecuado es posible regulando el mensaje, de no exagerar demasiado el riesgo de que se está hablando.

El Presidente dice que se tiene una visión muy distinta del mercado. El mercado está satisfecho ahora de que todo va para arriba y lo que el staff está señalando al Consejo es de que el mercado va a tener sorpresas en el tercer trimestre.

El Vicepresidente señor Marshall hace una proposición respecto de lo que ha dicho el Gerente General. Se refiere al texto del Informe en que se contempla una posibilidad de un escenario internacional un poco más negativo, en cuanto a que se desconfía del escenario internacional y eso se podría suavizar. Sugiere cambiar el párrafo que empieza "por ahora" y termina "un tanto más débiles". En la mitad del párrafo hay un punto seguido que dice "la concreción de tasas de expansión de la actividad y el gasto, crecientes en el tiempo, que permitan reducir las holguras existentes en la actualidad, depende, entre otros factores, de un **afianzamiento mayor del actual escenario externo más promisorio**, y una recuperación sostenida en los términos de intercambio. Esa frase da un reconocimiento de que el escenario es un poco más promisorio, pero que se necesita un afianzamiento de ese escenario más promisorio como para modificar el escenario central. Señala que igual se está diciendo



“nosotros necesitamos más información para modificar el escenario central, pero estamos reconociendo que el escenario actual es más promisorio”.

El Gerente de División Estudios, señor Valdés, manifiesta que considerará esa redacción pero aclara que la contradicción de tono y lo que está en el Informe refleja que esto pasó en cuatro semanas y se empezó a redactar éste antes del cambio de percepción. Lo segundo es que cree que no se debiera tocar el tono afectando la explicación de por qué no se han aumentado las tasas; en el fondo hay que explicar por qué en mayo se dijo que probablemente se iba a subir las tasas pronto y hoy día siguen en el mismo nivel. Cree que eso está bien reflejado en el tono del Informe. Lo otro, señala, es que los números mismos del Informe calzan con los del mercado, por lo tanto, él diría que no deberían haber sorpresas respecto a que el Banco Central está optimista. Al final, señala, lo que se está discutiendo es tener un balance de riesgo negativo hoy día y lo que sale de esta discusión es que hay que hacer un cambio hacia un balance equilibrado. Cree que con eso se soluciona bastante el tono, suavizando, por supuesto, los riesgos del escenario internacional.

El Gerente General dice que él se refería a que se publica el IPOM en un momento en que hay una reducción dramática del riesgo país, que tenemos precio del petróleo a la baja y en general, el mundo piensa que su precio va a estar más bajo. Existen expectativas de mayor crecimiento de la economía mundial, precio del cobre más alto, tipo de cambio dólar para abajo y el mercado comenta que puede llegar a \$ 650. Su consulta es si se tiene que ignorar ese escenario que podrá ser muy reciente, muy de corto plazo, pero es un escenario que si se prolonga va a ser bastante distinto a lo que se está planteando acá. Su inquietud es que, al menos, se esté preparado para eso, porque hay que considerar que hay un Comité de Política Monetaria que nos está recomendando hace varios meses que subamos la tasa y a lo mejor con escenarios como el actual, el Comité tiene razón, salvo que se le diga que está pasando algo distinto. Termina preguntando ¿qué pasa si en los próximos 12 meses viene una cantidad de capitales grandes a Chile?

El Presidente dice que contra ese argumento lo que hay que tener en mente es que igual se está pensando que el próximo año la economía crece un 50% más, pero los argumentos de que la inflación se va a ir hacia arriba, casi todos dependen de un supuesto central que considera que los márgenes se han ido achicando, porque la economía todavía tiene exceso de capacidad aunque se crezca al 4,5% el próximo año, con un crecimiento potencial que a lo mejor sería 3,9%. Esto se va ir revisando una vez al mes. Recuerda que en otras oportunidades han habido partidas falsas y la economía mundial se ve mejor ahora. Cree que el punto señalado por Rodrigo Valdés es válido en el sentido que esto se fue cambiando a medida que el documento se iba redactando. El tono le agrada y cree que la discusión de hoy día ha sido buena en el sentido que, a lo mejor, con todas estas noticias de mejoría en la economía mundial, en vez de hablar de riesgos del crecimiento que estaban desbalanceados hacia abajo, entre los dos son neutros por el hecho que ha cambiado tanto la situación afuera.

El Gerente de División Política Financiera, señor Herrera, dice que aún si las proyecciones del Banco Central son conservadoras para el mercado, su efecto no va a ser reducir las expectativas del mercado respecto del producto, sino aquellas sobre el futuro de la política monetaria. Si el Banco Central señala al mercado que no espera una aceleración rápida de la demanda, que no percibe un sesgo al alza para la inflación, entonces transmite que no está pensando en mover las tasas rápidamente al alza, al menos por un tiempo, y por lo tanto, las tasas largas no debieran partir ajustándose al alza muy rápidamente. En este caso, el efecto de proyecciones conservadoras, respecto de lo que piensa el mercado, puede ser el contrario, porque postergan una restricción de las condiciones financieras en el mercado lo que, en definitiva, es más expansivo.

El señor Valdés propone un párrafo que se haga cargo de las noticias de la última semana, porque la verdad es que, además de que este cambio de sensación fue muy súbito, se podría no modificar la percepción del escenario internacional como estaba



proponiendo antes, sino que dejarlo igual, pero balancear el riesgo porque en lo más reciente se están viendo algunos cambios financieros que indican mucho mejores expectativas, pero no se sabe si eso es sostenido o sólo temporal, ni tampoco la fuerza del mismo cambio.

El Consejero señor De Gregorio está de acuerdo en ser muy explícito en ese párrafo, porque en el fondo, dice, lo que la gente y la opinión pública está viendo es que ha bajado el riesgo país y el precio del petróleo se ha venido reduciendo en los últimos días. Hay que ser bien explícito porque se percibe que este IPOM no fue cerrado una semana atrás.

El Vicepresidente señor Marshall dice que hay algo que no le queda claro. Suponiendo que éste sea el escenario verdadero, el que plantea el Gerente General, o sea el escenario optimista, consulta cuál sería la respuesta de política. No le queda claro el argumento del señor Herrera de que el mercado va a decir "el Consejo igual tiene un argumento, o sea, las tasas se van a mantener por un tiempo", es decir, si por un mes se tiene el escenario positivo suponiendo que se logre un dólar a \$ 650 y el precio del petróleo a US\$ 24 y hay mejores perspectivas internacionales. Si ese fuera el escenario imagina que hay un cambio de política.

El señor Valdés opina que en ese caso la política monetaria debería lentamente acercarse a la tasa neutral en la medida que se consolida el escenario, en que la brecha se va cerrando cada vez más. Es eso lo que permite ordenar el tema.

El señor Marshall consulta cómo se compatibiliza lo que dice el señor Herrera para que el mercado perciba esto como una confirmación de la tasa.

Responde el señor Valdés diciendo que el tono algo más negativo es coherente con un aumento más gradual de tasas, por lo que al final la política termina siendo expansiva.

En el fondo, dice el señor Marshall, el Banco Central todavía no se une a la euforia del mercado.

El Presidente opina que el Banco está esperando más noticias de confirmación.

Acota el Consejero señor Desormeaux diciendo que el párrafo que mencionaba el señor Valdés, junto con reconocer que ha habido este cambio de ambiente, tiene que decir que sin embargo existen todos estos riesgos que no se han aclarado.

El Presidente concluye en que esta conversación ha sido una aclaración al IPOM calificándola de muy útil.

El señor Valdés está en la duda si la discusión del balance de riesgo debiera ser parte de la Minuta de la Sesión, contestando el Presidente que él no la incluiría porque pertenece al IPOM.

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 agosto, el Consejo decidió mantener la tasa de política inalterada en 2,75%. Los antecedentes coyunturales tanto del sector real como de precios señalaban un dinamismo menor al esperado. En particular, se estimó que la inflación anual del IPCX1 volvía al curso que se esperaba en el *Informe* de mayo, mientras se apreciaba alguna debilidad en el margen en el mercado laboral y se confirmaba la desaceleración de los indicadores de producción industrial durante el segundo trimestre. Con todo, se seguía esperando para los trimestres siguientes una gradual reducción de las holguras de capacidad gracias al marcado impulso de la política monetaria y al



afianzamiento de perspectivas de mayor crecimiento mundial en el segundo semestre, especialmente en EE.UU. y Asia. Se evaluó que estos antecedentes mantenían la inflación proyectada en torno a 3% en el horizonte de política.

2. Las noticias más relevantes desde la reunión anterior son las siguientes:
 - Las cifras de inflación de agosto fueron menores que las esperadas hace un mes. Específicamente, la inflación del IPCX1 estuvo entre dos y tres décimas por debajo de lo previsto, lo que unido a los resultados de los meses anteriores ubica esta medida de inflación subyacente en torno a medio punto por debajo de la proyectada en el *Informe* de mayo para esta fecha.
 - Los indicadores de actividad en Chile continúan mostrando menor dinamismo que el esperado, especialmente en el sector industrial, pero la confianza de los consumidores mejoró en agosto luego de dos meses de caída.
 - Las economías de los países desarrollados, en particular EE.UU. y Japón, han mostrado un conjunto de señales positivas que consolidan las perspectivas de aumento en las tasas de crecimiento en el segundo semestre y el próximo año.
 - La situación financiera regional continúa siendo favorable y desde la última reunión el peso se ha apreciado entre 1 y 2% respecto del dólar y más respecto del euro. El precio del cobre se ha afianzado en torno a US\$0,80 por libra, mientras que el precio del petróleo, y en particular el de la gasolina, presenta gran volatilidad.
3. Las proyecciones de inflación preparadas para el IPoM muestran que, en el escenario central, la inflación llega a cifras marginalmente por encima de 3% a fines del horizonte de proyección, aunque la inflación en promedio se ubica marginalmente por debajo de 3% en los próximos 24 meses. A corto plazo, en todo caso, se esperan marcados vaivenes en el IPC, proyectándose que la inflación incluso caiga hasta bajo 2% en algunos meses a comienzos del próximo año, para luego acercarse gradualmente a 3%. Debido a que este panorama de corto plazo obedece especialmente a variaciones de los precios de combustibles y perecibles en las bases de comparación, estos vaivenes no se replican en el IPCX, el que llegaría a 3,2% en el tercer trimestre del 2005, promediando 3,2% en los próximos veinticuatro meses. En este escenario se proyecta un cierre parcial de las brechas de capacidad, lo que se logra con un crecimiento de la actividad de algo más de 3% este año y en torno a 4,5% el próximo, junto con un aumento también gradual del crecimiento de la productividad. Se ha considerado que el balance de riesgos se encuentra equilibrado tanto para la actividad como para la inflación.
4. De acuerdo con las noticias ocurridas desde la última reunión y a la luz de estas proyecciones, las opciones de mantener o aumentar la TPM parecen ser las más plausibles. Aunque a continuación también se analiza la opción de reducir la tasa, ella parece ser menos válida.
5. En efecto, una pequeña disminución de la tasa de interés podría justificarse con las noticias más recientes sobre la evolución de la economía nacional, las que siguen apuntando a que existe un escenario de riesgo de debilidad, en que se podrían suscitar presiones menores de inflación. Sin embargo, en contra de esta opción hay argumentos de peso. Primero, el escenario base de proyecciones está lejos de mostrar que haya riesgos de una desviación persistente de la inflación por debajo del rango meta, incluso si se da un escenario de crecimiento un poco menor. De hecho, la inflación subyacente se ubica sobre 3% en buena parte del horizonte de proyección. Segundo, aunque el riesgo mencionado existe, los datos recientes sobre la marcha de la economía internacional moderan su relevancia y hacen pensar que la economía nacional debería tomar un ritmo de crecimiento como el que considera el escenario central. La recuperación de la confianza de los consumidores nacionales, en lo más reciente, también revela que este riesgo se está moderando. Por



Último, como se argumentó el mes pasado, un recorte sería una acción de política aislada, sin un sentido muy claro y, por lo tanto, de difícil comprensión.

6. Respecto de la opción de un alza moderada en la tasa de interés, cabe señalar que esta acción iniciaría un proceso de alzas de tasas que: (i) ocurrirá con elevada probabilidad en el escenario central de proyección y (ii) el mercado espera ocurra relativamente pronto. Como se ha comentado otras veces, un alza de tasas se justificaría porque permite asentar las expectativas de inflación en torno a 3% y reafirmar el compromiso con la meta de inflación. Esto cobra importancia cuando se considera que, en el escenario central de proyección, existen presiones subyacentes moderadas que son contrarrestadas por factores puntuales como la evolución del precio del petróleo, los que están sujetos a bastante incertidumbre. A esto se suma el riesgo de que el bajo ritmo de crecimiento de la productividad en trimestres recientes no sea de carácter coyuntural, lo que podría tener implicancias para el diagnóstico de crecimiento de mediano plazo y la magnitud efectiva de las holguras de capacidad, además de provocar presiones inflacionarias si los salarios nominales no siguen una trayectoria congruente.
7. En contra de esta opción también hay argumentos. De partida, está el escenario de riesgo de debilidad antes mencionado, que amerita esperar a tener más información antes de iniciar el proceso de normalización del impulso monetario. En este sentido, aunque la economía internacional ha consolidado mejores perspectivas, ello aún no constituye una realidad cierta. Por otro lado, se debe considerar que la inflación subyacente ha sido en el margen algo menor que la prevista, lo que permite esperar un tiempo adicional. En este sentido, también cabe mencionar que el riesgo que se ha analizado en otras reuniones de que las holguras de actividad sean más pequeñas que lo anticipado no se ha manifestado en cifras de inflación recientes.
8. Finalmente, la principal justificación para mantener la TPM es que esta opción parece ser coherente con las proyecciones preparadas para el *Informe*. Las perspectivas para la inflación en el escenario más probable se mantienen cercanas a 3% en el horizonte de proyección, y no se anticipan desviaciones persistentes del centro del rango meta en este escenario. Esta opción, además, permite esperar a tener más información antes de decidir un cambio. Con ello se pueden acumular más antecedentes sobre el efecto que tendrán varios cambios en costos —costos laborales, inflación internacional e IVA— sobre los cuales no hay completa certidumbre.
9. Por último, respecto de consideraciones relativas a la táctica de política monetaria, cabe mencionar que el mercado en general no espera un cambio de la tasa de interés en esta ocasión. La opción de mantener, por lo tanto, no debería constituir una sorpresa. En todo caso, se va afianzando una opinión generalizada en cuanto a que se verificarán alzas de tasas durante el cuarto trimestre.

El Presidente ofrece la palabra para discutir las opciones.

Intervienen los señores Consejeros asistentes a la sesión, manifestando que comparten la recomendación de la Gerencia de División Estudios de mantener la tasa de interés de política monetaria.

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

52-01-030904 – Tasa de Instancia 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.



V. Comunicado

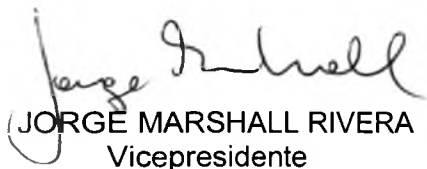
“ En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central resolvió, por la unanimidad de sus miembros, mantener la tasa de interés de política monetaria en 2,75% anual.

Aunque la actividad ha continuado mostrando debilidad, en el escenario más probable se espera un mayor crecimiento y una gradual reducción de las holguras de capacidad en los próximos trimestres. Esto último ha comenzado a reflejarse en mejores expectativas y en los mercados financieros. La consolidación de un mejor escenario internacional, especialmente en Estados Unidos y Asia, unido al marcado impulso de la política monetaria, apoyan esta perspectiva. Con todo, aún persisten señales de fragilidad en la actividad interna y riesgos en el entorno externo.

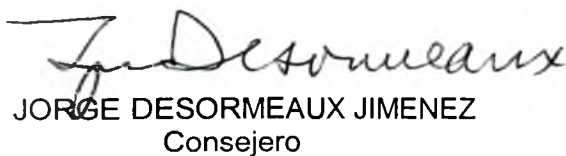
La información más reciente de precios muestra que la inflación subyacente registró una disminución relevante en los últimos meses, volviendo a la parte baja del rango meta. Esto indica que las presiones inflacionarias han seguido acotadas, lo que unido al resto de los antecedentes disponibles, mantiene la proyección de inflación en torno a 3% en los próximos 24 meses.

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

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17,50 horas.


JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente


VITTORIO CORBO LIOI
Presidente


JORGE DESORMEAUX JIMENEZ
Consejero


MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera


JOSE DE GREGORIO REBECO
Consejero


MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe