

MINUTA

Acta correspondiente a la Sesión Ordinaria de Política Monetaria N° 52 celebrada el 4 de septiembre de 2003

ASISTENTES

a) Consejeros, señores:

Vittorio Corbo Lioi
Jorge Marshall Rivera
María Elena Ovalle Molina
Jorge Desormeaux Jiménez
José De Gregorio Rebeco

b) Otros participantes, señores:

Camilo Carrasco Alfonso (Gerente General);
Miguel Ángel Nacur Gazali (Fiscal y Ministro de Fe);
Rodrigo Valdés Pulido (Gerente de División Estudios);
Esteban Jadresic Marinovic (Gerente de División Internacional);
Luis Oscar Herrera Barriga (Gerente de División Política Financiera);
Pablo García Silva (Gerente de Análisis Macroeconómico);
Ricardo Vicuña Poblete (Gerente de Información e Investigación Estadística);
Cecilia Feliú Carrizo (Secretario Ejecutivo del Gabinete de la Presidencia);
Cecilia Navarro García (Jefe de Prosecretaría).

1. ACUERDO : Se acuerda mantener la tasa de interés de política monetaria en 2,75% anual.
2. MATERIA : Reunión Mensual de Política Monetaria correspondiente a septiembre de 2003.
3. GERENCIA : División Estudios.
4. POLITICA : Análisis de la coyuntura económica y evaluación de la política monetaria.
5. MINUTA : La sesión se inicia con la presentación de la Gerencia de División Estudios correspondiente a la Reunión Mensual de Política Monetaria de septiembre de 2003:

Síntesis del mes

- 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 tasa de política monetaria se ubicará en 3% a fines de este año y en 4% a fines del próximo. La tasa de política monetaria 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 del año 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 trimestre, 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 el año 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 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.

A continuación, los participantes de la reunión manifiestan sus comentarios respecto de lo informado por la División Estudios:

- Uno de los participantes consulta sobre los rezagos con que la economía internacional afecta a la economía chilena en la actualidad; si la relación entre el crédito y la demanda ha cambiado su rezago y si se ha observado lo que ha sucedido con el tiempo promedio de desempleo. Además se consulta sobre el efecto macro del aumento de los ingresos tributarios de los combustibles y sobre los errores de proyección de la inflación.
- Respecto de estas consultas, se señala que aún no existe una respuesta definitiva sobre la sincronía de los ciclos, aunque existen dos conjuntos de evidencias. En primer término, en

el *World Economic Outlook* del Fondo Monetario Internacional se muestran las tasas de inversión y los crecimientos, junto con otras variables macro de distintas economías, 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. La segunda evidencia dice relación con la calidad de las proyecciones de la demanda interna, donde se recomienda seguir las proyecciones externas hacia delante como determinantes de la actividad de hoy, en particular la proyección de crecimiento de Estados Unidos como determinante de la inversión.

- Con respecto a los ingresos tributarios de los combustibles, se manifiesta que se contraponen a otros ingresos tributarios que han estado más bien en el lado negativo, por lo que el efecto macroeconómico sobre las proyecciones, si la regla se cumple, no debería cambiar.
- En relación con la descomposición de errores de proyección de la inflación, se 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, aunque con una descomposición diferente. Se explica 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. Esto último, 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.
- Se indica que dejó de haber una relación muy cercana, tal como en el pasado, entre crédito total y actividad. A ello ha colaborado, por ejemplo, que el crédito comercial ya no sea la principal fuente de financiamiento para muchas empresas, pues están los bonos corporativos como fuente de financiamiento, no incorporados en el crédito. Se indica que ello dificulta encontrar las correlaciones como ocurría en el pasado, lo que tiene también un corolario con lo que está sucediendo con los agregados monetarios, los que también han perdido, en cierta forma, las correlaciones históricas con la actividad que tenían en los años noventa. De todas formas, se comenta que se continúa observando el crédito de una manera similar a como se observan los agregados monetarios, es decir, como indicadores 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. Se reafirma que el canal de transmisión de la tasa de interés que después afecta directamente la actividad, continúa teniendo un rezago de uno o dos trimestres.
- Respecto de lo que está ocurriendo con el mercado laboral y la evolución del desempleo, lo que se verifica es que en las últimas cifras no hay cambios muy importantes, pues existió una fuerte caída de la evolución del desempleo durante el año 2002, en tanto que las reducciones adicionales de este año han sido bastante leves. El fuerte cambio que hubo en la evolución del desempleo ocurrió el año pasado, no en 2003.
- Se manifiesta otra consulta relacionada con el supuesto de las utilidades de las empresas dentro del diagnóstico del *Informe*. Ante esta interrogante, se señala que lo que está implícito en el diagnóstico es que la menor actividad del segundo trimestre se espera que sea transitoria. Por ello se prevé que el segundo semestre sea algo mejor que el primero, esperándose también elevados niveles de actividad durante el próximo año, resultados asociados a los mejores términos de intercambio, que finalmente se reflejan en mejores niveles de actividad a nivel global. Se espera que el comportamiento de las empresas esté muy relacionado con decisiones de inversión dadas las mayores utilidades, sin que se constituyan restricciones de liquidez, principalmente en las empresas de mayor tamaño.
- Otro participante considera que las proyecciones que se están entregando en el *Informe* son conservadoras, desde la perspectiva que el escenario de riesgo se presenta como

favorable, tanto desde el punto de vista de la inflación como del crecimiento. Ante esta afirmación, se argumenta que se mantienen los elevados déficits en Estados Unidos por lo que continúan los riesgos en la economía internacional, lo que puede llevar nuevamente a una corrección del dólar. Se considera, en todo caso, que los riesgos han disminuido respecto de los meses pasados, pero persisten hacia adelante, especialmente porque la única economía que empuja al resto (EE.UU.), aún tiene desequilibrios importantes en las cuentas externas y fiscales.

- Se acota que en el *Informe* de enero ya se mencionaba que la economía venía en un repunte, en circunstancias que las expectativas privadas estaban bastante negativas. En mayo se confirmaba que se había dado ese repunte, aunque algo más débil en el margen, con expectativas al alza. De esta forma, se señala que en los últimos tres *Informes*, incluido éste, el Banco Central se ha estado adelantando marginalmente al mercado.
- En relación con los años venideros, el Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos y la expectativa de la reactivación de la economía mundial, son elementos importantes para el diagnóstico actual. A su vez América Latina se presenta durante el año 2003 con cifras positivas, las cuales debieran mejorar el año 2004. Todo lo anterior se podría resumir argumentando que el año 2003 está relativamente cerrado, y que estuvo muy afectado porque Estados Unidos se demoró mucho en partir, esperándose un 2004 más dinámico aún.
- Otro de los asistentes considera que las proyecciones presentadas son relativamente similares a las que espera el mercado, pues están viendo una trayectoria similar de los términos de intercambio y de la evolución de la economía estadounidense, por lo que no se esperan movimientos en la política monetaria en los próximos meses, en un contexto donde no hay riesgos inflacionarios evidentes.

OPCIONES

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 Estados Unidos 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 Estados Unidos 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 tasa de interés de política (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 tasa de política monetaria 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.

ACUERDO

El Consejo, por la unanimidad de sus miembros, 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.