



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 105 celebrada el 15 de marzo de 2007

En Santiago de Chile, a 15 de marzo de 2007, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Vittorio Corbo Lioi y con la asistencia del Vicepresidente don José De Gregorio Rebeco y de los Consejeros don Jorge Desormeaux Jiménez, don Manuel Marfán Lewis y don Enrique Marshall Rivera.

Asiste el señor Ministro de Hacienda, don Andrés Velasco Brañes.

Asisten también:

Gerente General, don Alejandro Zurbuchen Silva;
Subgerente General, don Leonardo Hernández Tagle;
Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldívar;
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;
Gerente de División Política Financiera, don Pablo García Silva;
Gerente de División Operaciones Financieras, don Esteban Jadresic Marinovic;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Igal Magendzo Weinberger;
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;
Gerente de Mercados Financieros Nacionales, don Beltrán De Ramón Acevedo;
Gerente de Información e Investigación Estadística, don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente Asesor de Comunicaciones, don Luis Alberto Álvarez Vallejos;
Asesor del Ministro de Hacienda, don Luis Felipe Céspedes Cifuentes;
Economista Senior, don Enrique Orellana Cifuentes;
Economista Senior, doña Erika Arraño González; y
Secretario General, don Jorge Court Larenas.

El Presidente señor Vittorio Corbo, comunica a los señores Consejeros que el orden de la tabla, en esta oportunidad, se cambiará debido a que el primer ítem, referido a la fijación de la fecha de la Reunión de Política Monetaria que corresponde al mes de septiembre de 2007, aún no se encuentra definida debido a que coincidirían las fechas de la presentación del Informe de Política Monetaria del mismo mes al Senado, con otras reuniones de esa Corporación, lo que deberá coordinar con su Presidente, H. Senador señor Eduardo Frei Ruiz-Tagle, y que lo comunicará en su oportunidad.

A continuación, el señor Presidente señala que, como es habitual, se dará inicio al Informe Económico y Financiero que presenta la Gerencia de División Estudios.

El señor Gerente de División Estudios hace presente, que en esta oportunidad, el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Igal Magendzo Weinberger efectuará la presentación completa del referido Informe, en atención a que el Gerente de Análisis Internacional, señor Sergio Lehmann Beresi, se encuentra en Japón representando al Banco Central de Chile en la reunión del *PEO Forecasters/SOTR*, que se desarrolla bajo el marco del *Pacific Economic Cooperation Council (PECC)*.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 105
Política Monetaria
15.03.2007 2.-

El Gerente de Análisis Macroeconómico señala que en el escenario internacional, los puntos destacados son las fuertes turbulencias que se observaron en los mercados financieros internacionales, desencadenadas por caídas en las Bolsas Chinas. Agrega también la preocupación por el crecimiento de la economía de Estados Unidos de América como consecuencia de los problemas financieros en el sector *subprime* y, por último, el impacto que pudieron tener los créditos hipotecarios sobre el resto del mercado, lo que derivó en un proceso de *flight to quality*.

Agrega el Gerente de Análisis Macroeconómico, que en este contexto de gran volatilidad, las Bolsas experimentaron importantes ajustes a la baja, mientras las tasas largas en mercados desarrollados retrocedieron entre 10 y 20 puntos base. Señala asimismo, que los *spreads* de economías emergentes aumentaron y los de monedas se depreciaron. Comenta que en un principio los movimientos fueron de magnitud comparables con el *self off* de mayo de 2006, pero posteriormente el proceso se revirtió parcialmente.

Por otra parte, indica que el precio del cobre aumentó más de 15% en el mes, ante expectativas de mayor demanda por parte de China, lo que ha motivado la toma de posiciones por parte de los fondos de inversión. Indica también, que si bien los precios del petróleo se ubican en un nivel similar al mes anterior, el precio de la gasolina aumentó más de 15% ante problemas transitorios de refinación.

En términos de crecimiento mundial, el Gerente de Análisis Macroeconómico manifiesta que el escenario se mantiene ventajoso; la Zona Euro mantiene su dinamismo, mientras en Japón el fuerte crecimiento del cuarto trimestre ha sorprendido positivamente, mejorando las perspectivas para el 2007. Con respecto a China, las proyecciones se corrigen nuevamente al alza.

El Gerente señor Igal Magendzo manifiesta que por el lado de los Indicadores de Actividad y Precio de los Estados Unidos de América, éstos en general han sido negativos, desde el punto de vista de las expectativas de mercado; los indicadores más recientes que tienen que ver con empleo y la tasa de desempleo fueron positivos, mientras que las ventas minoristas fueron menores a las que se esperaban.

Asimismo, el Gerente señor Magendzo manifiesta que por el lado de los precios también se tienen indicadores positivos y negativos. Sin embargo, lo más reciente es la publicación conocida esta mañana, en relación al Índice de Precios al Productor del mes de febrero en Estados Unidos de América, lo que nuevamente pone una nota de cautela respecto de la inflación; el *headline* fue de 1,3%, mes a mes y de 2,5%, año a año. Agrega que ello es más del doble de lo esperado por el mercado. Hace presente, sin embargo, que la cifra *core* duplicó las expectativas del mercado al alcanzar un 0,4% mes a mes. En todo caso, los mercados financieros tuvieron respuestas más bien acotadas a estas noticias, por lo menos es lo que se ha observado hasta la fecha.

Hace presente el señor Gerente de Análisis Macroeconómico que la contribución al crecimiento de Estados Unidos de América y lo que destaca del cuarto trimestre, por un lado, es la contribución negativa que tiene la acumulación de inventarios. Asimismo, señala que, por otra parte, está la contribución positiva de las exportaciones netas, lo que debería ir en la dirección de reducir los desbalances globales.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 105
Política Monetaria
15.03.2007 3.-

Agrega el señor Magendzo que los indicadores de confianza de los consumidores se han mantenido favorables.

En relación al mercado de las viviendas, indica el señor Magendzo que éste ha suscitado algunas preocupaciones, sobre todo por lo que ha ocurrido con la morosidad en los mercados *subprime*. Asimismo, comenta que en el gráfico de la calidad de créditos, donde se presenta el porcentaje de la cartera morosa, se observa lo ocurrido con dichos mercados, que ha llevado incluso a algunas instituciones importantes a declarar que no continuarán pagando.

Indica que por el lado de la inflación, lo más destacable es lo que acaba de mencionar, a pesar de lo antes dicho, que la inflación continúa en rangos que presentan cierta preocupación.

Por el lado de la Zona Euro, el señor Magendzo señala que los indicadores son más positivos, siendo lo más destacado lo que dice relación con el ESI de febrero, puesto que el valor efectivo superó al esperado y también al del mes anterior.

Menciona el Gerente de Análisis Macroeconómico que, en relación a la actividad en la Zona Euro, todos los indicadores van hacia arriba, la confianza empresarial se ha mantenido relativamente estable en niveles elevados, destacando una caída en el indicador para Alemania que estaría seguramente asociado a anuncios de aumento del IVA en ese país.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señala que el indicador de consumo privado para Francia había sido una preocupación por mucho tiempo, debido a la falta de dinamismo en el consumo en general. Al respecto, menciona que actualmente dicho país muestra variaciones bastante elevadas en relación al consumo de productos manufactureros, lo que podría anticipar riesgos respecto al escenario de dicho país.

En relación a Japón, indica el señor Magendzo que destaca principalmente la reactivación en el consumo observado durante el cuarto trimestre del año 2006, que se corrigió al alza de un 4,8% a un 5,5%, trimestre a trimestre anualizado, a pesar que el PIB del mismo año quedó igual por correcciones efectuadas en los trimestres anteriores. Por su parte, la inflación en Japón, si bien en los registros continúa siendo subyacente en los rangos negativos y que el índice total está en cero, la proyección de *Consensus Forecast* muestra que habrá un aumento, lo que está relacionado con las expectativas de alzas en las tasas de interés en ese país.

Menciona el señor Gerente Macroeconómico que por el lado del crecimiento mundial, se observan correcciones bastante menores, todas al alza. En su opinión, la corrección que más llama la atención es la de Estados Unidos de América para el año 2007; esto, antes de la revisión del cuarto trimestre de 2006, de 3,5% a 2,0%, que seguramente se corregirá a un escenario más parecido al 2,3% – 2,4%, en nuestro país.

Por otra parte, destaca el señor Magendzo que para China el World Economic Outlook, (*WEO*), contempla un crecimiento del 10%, un poco mayor a lo que tenemos en nuestros datos.

Menciona el señor Magendzo que, en cuanto al precio del cobre, ha aumentado su volatilidad, lo que puede ser reflejo de la volatilidad financiera que se dio en los mercados. Agrega que todavía se está sin una desviación importante en el escenario del *IPoM*.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 105
Política Monetaria
15.03.2007 4.-

Menciona el señor Gerente, que por el lado del petróleo se observa un precio que se ha mantenido relativamente estable, con algún incremento, y la volatilidad en este mercado ha tendido a caer. Hace presente, que el escenario actual es que el aumento que se está observando es más bien transitorio, respecto a la proyección que se tenía en el *IPoM*.

Menciona el señor Gerente de Análisis Macroeconómico que, en relación a las gasolinas, destacan los problemas puntuales en las refinerías, ya que más allá de las mantenciones que se hacen en esta época del año, se han producido incendios, lo que ha llevado hacia arriba el *crack spread* y su precio en los mercados internacionales. Agrega, que esto se refleja en la acumulación de inventarios sobre demanda que también ha tendido a bajar, lo que sustenta el mencionado aumento.

Hace presente el Gerente de Análisis Macroeconómico que, respecto a la probabilidad de cambio de la tasa de política, más allá que en Estados Unidos de América se observe una probabilidad bastante cierta de 5% a septiembre, y una probabilidad más bien acotada de 4,75%, hay un escenario más bien de mantención. También destaca que para la Zona Euro hay expectativas de aumento de 25 puntos base, lo mismo que para Japón.

El Presidente señor Corbo agradece la presentación del señor Magendzo y ofrece la palabra para comentarios.

El Consejero señor Marfán señala que, con respecto al escenario internacional, tiene la impresión que resulta útil efectuar comparaciones con anteriores episodios de carácter económico, aún cuando no sean exactamente iguales. Agrega que en su opinión, todas las turbulencias generan alguna preocupación, ya que existe la posibilidad que se produzca un ajuste en los mercados financieros internacionales y que eso pudiera afectar de alguna manera nuestra economía. Menciona, que para seguir con la lógica de las comparaciones, recuerda el episodio de la crisis del tequila, porque en esa época toda América Latina se vio afectada, incluyendo Chile en su Cuenta de Capitales. De hecho, la comparación de flujos financieros antes y después de la crisis, fue muy fuerte. Sin embargo, agrega el señor Consejero, Chile tenía dos o tres características en ese momento, que se parecen a las de ahora. La primera, es que el año inmediatamente anterior había sido un año de bajo crecimiento, por lo tanto, la economía no estaba vulnerable, desde esa perspectiva, para poder enfrentar un *shock* de Cuenta de Capitales de esa naturaleza. En segundo lugar, había un buen precio del cobre, buenos términos de intercambio, cosa que también sucede ahora. En tercer lugar, había una política fiscal muy fuerte. En consecuencia, lo que sucedió en realidad, fue que el año 1995 fue uno de los años con un *pick* local de crecimiento y no hubo alteración inflacionaria, ni efectos cambiarios relevantes. Concluye el señor Consejero, que haciendo un paralelo con la situación actual, aunque no son idénticas, existen elementos para conocer cómo nos podría afectar un *shock* de Cuenta de Capitales, que sería lo más probable de existir si se validan los temores de un ajuste en los mercados internacionales. Agrega el señor Consejero, que tiene la impresión que la economía chilena, al igual que esa época, cuenta con todos los seguros tomados, de modo que el impacto que se produciría sería mínimo.

El Gerente de Investigación Económica, señor Klaus Schmidt-Hebbel indica que, a su juicio, un elemento que se señala en la presentación no ha sido lo suficientemente enfatizado y que se refiere al hecho que el escenario central de la economía internacional ha mejorado desde el *IPoM* de febrero hasta la fecha. Agrega que el crecimiento mundial que se proyecta en un 4,9%, es idéntico a la proyección que el *FMI* publicará en el mes de abril, que



BANCO CENTRAL DE CHILE

son dos décimas más que el *IPoM*; una décima más que en el mes de febrero. Agrega que el crecimiento de Estados Unidos de América corrige significativamente este escenario.

El Vicepresidente señor De Gregorio, estima que es la misma proyección del *IPoM* de septiembre de 2006, y que solamente hay un cambio de composición. Señala que no se puede comparar *WEO* con *IPoM*.

El Gerente de Investigación Económica, señor Klaus Schmidt-Hebbel hace presente que *WEO* con *WEO* es igual, e indica que las proyecciones se corrigieron en dos décimas desde hace dos meses, es decir de 4,7% a 4,9%. Agrega que en Estados Unidos de América se corrigió de 2,3% a 2,7% y los socios comerciales de 3,7% a 3,9%. Menciona el señor Gerente, que esto además podría estar asociado al hecho que se ha tenido un gran *shock* en un *commodity* clave que es el cobre y un *shock* moderado positivo alcista en el precio del petróleo. Señala que detrás de esto podrían estar las correcciones en la demanda asociada al crecimiento. Asimismo, indica que el aumento del precio del cobre, como se enfatizó, fue hasta los últimos días +17%, en cambio respecto a hoy día fue +22% y por último, respecto a 28 ó 30 días atrás, el petróleo fue mucho menos. Manifiesta el señor Gerente que ambas cosas podrían estar relacionadas, y que son noticias muy relevantes para esta reunión.

El Gerente de Mercados Financieros Nacionales, señor Beltrán De Ramón resalta que el único comentario que tiene por el lado económico es que Japón está bien, también China y Europa y que los Estados Unidos de América es la gran incógnita. Menciona el señor De Ramón, que le llama la atención el gráfico que muestra la contribución al crecimiento del cuarto trimestre, donde el consumo tiene alrededor de tres puntos o la mitad del crecimiento de Estados Unidos de América. Agrega el señor De Ramón, que el año pasado la situación del mercado inmobiliario, que obviamente llevaba un menor consumo, fue compensado por el aumento del *equity*. El *Dow Jones* subió el año pasado 16,3% lo que no se está presentando ahora.

El Gerente de Mercados Financieros Nacionales agrega que hay dos factores que afectan la riqueza y, por lo tanto, el consumo en los norteamericanos. Señala que este año el *Dow Jones* lleva una caída de 2,7%, sin contar lo que está pasando hoy que es al alza, pero si estas turbulencias se mantienen y estos índices caen más, el señor De Ramón menciona que podría estar severamente afectado el consumo y eso lo encuentra preocupante.

El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, cree que en particular, el escenario para los Estados Unidos de América, como también lo menciona el Gerente de Mercados Financieros Nacionales señor De Ramón, tiene distintos focos de riesgo. En opinión del señor Gerente de División, lo que podría pasar con el crédito inmobiliario es otra incertidumbre que se observa, en relación a la forma de otorgar el crédito, basándose en razones de delincuencia y de no pago.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Esteban Jadresic, señala que respecto al *self off*, claramente la comparación con los episodios anteriores muestra que estaba mucho más concentrado en los mercados de renta variable que en los de renta fija. Menciona que, los grandes efectos se observan en las Bolsas y no así en los *spreads*, como tampoco en los bonos. En su opinión, aquí se muestran los gráficos del *fly to quality* en los Estados Unidos de América y agrega que se ve que las tasas han bajado y que esto es muy



BANCO CENTRAL DE CHILE

lógico. Indica que si se miran los índices de bonos para economías emergentes, tampoco se ve un efecto negativo en esos mercados y en los mercados locales, como tampoco en el caso de Chile. Menciona que parece estar mucho más centrado en renta variable. Se pregunta el señor Jadresic qué es lo que está detrás de esta situación. Le parece que este *self off* tiene mucho que ver con las preocupaciones respecto al desempeño de la economía real, es decir, proyecciones que se puedan hacer, pero no respecto a la estabilidad financiera, como tampoco a los fundamentos más básicos relacionados con la capacidad de pago y el cumplimiento de compromisos.

Finalmente, el Gerente mencionado hace presente que él no lo interpretaría como una mayor preocupación de los mercados respecto a sus escenarios extremos. Comenta que más bien tiene que ver con una mayor incertidumbre, respecto a la evolución de la economía mundial en los plazos más cercanos, pero descartando escenarios más extremos.

El señor Ministro de Hacienda comenta que cree que es muy importante para la discusión que se va a generar, tener un diagnóstico compartido respecto a lo que está pasando con el cobre y el petróleo. Agrega el señor Ministro, que se quiere enfatizar que lo relevante para esta discusión no es lo que pasó con el precio *spot* en la últimas dos semanas, sobretudo porque en el caso del cobre se sabe que la volatilidad ha subido. Por lo tanto, el precio *spot* no es un buen indicador de lo que sucederá. Señala el señor Ministro que, a su juicio, la pregunta relevante es cómo ha cambiado la curva de futuros en relación a la última Reunión de Política Monetaria y cuál es el precio proyectado de cada uno de estos dos bienes para el horizonte relevante. Asimismo, menciona el señor Ministro que lamentablemente en los gráficos que se muestran no se tiene la curva de futuros previa.

Por otro lado, señala el señor Ministro que en el caso del petróleo *pivotea* la curva sobre el precio, que es un dólar más alto, e igual sigue estando plana. Agrega el señor Ministro que en el caso del cobre ocurre algo similar, hay un *pivoteo*, pero la diferencia está en que el precio predicho es relativamente menor, por lo tanto, no es obvio que se esté ante un escenario de cambios importantes en los precios de estas dos variables.

El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, señala que quiere comentar respecto del *IPoM*. Indica el señor Gerente que respecto del *IPoM*, las curvas son planas para el cobre, básicamente en ambos casos, y hoy claramente está muy por encima de la otra, o sea está la curva futuro. La curva de *WTI* en cambio, mantenía la tendencia al alza y se piensa que hacia marzo de 2008 estaría llegando para el *IPoM* a algo así como 62% y hoy está llegando a algo así como 64%. Agrega que *pivotea* desde 62% para arriba y es una de las razones para tenerlo como escenario de riesgo.

Comenta el señor Ministro de Hacienda que el punto clave está en la pendiente, debido a que es muy importante que ésta se vea hacia arriba. Señala que lo anterior puede ser engañoso, si se olvida que la vez anterior también la pendiente estaba hacia arriba. En su opinión, lo que importa es dónde se interceptaría esa pendiente con alguna fecha arbitraria, como por ejemplo, marzo del año 2008.

Hace presente el Gerente de División Estudios que aunque son muy importantes estos dos antecedentes, le parece que no son cruciales en relación al cobre, la deuda fiscal, la propiedad extranjera, y otros, lo que se ha discutido en reiteradas oportunidades.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Vicepresidente señor José De Gregorio agrega que no desea que quede la sensación que de repente se hacen afirmaciones en las que existe un consenso. Señala que tiene la sensación que, tomando en cuenta el último comentario del Gerente de División Estudios, el escenario base, con más o menos décimas, resulta similar, sobre todo cuando los futuros suben por *shocks* transitorios. Señala que su sensación es que hoy existen muchos más riesgos. Un ejemplo de esto es lo que pasó en las Bolsas, debido a una gran turbulencia financiera que de una u otra manera nos afecta. Estima el señor De Gregorio que algo de lo que ha pasado en la Bolsa en Chile sucede debido a las repercusiones domésticas.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que, en su opinión, cuando se habla de riesgos en el escenario internacional, no siempre tienen la misma implicancia para las decisiones que debe tomar el Banco Central de Chile, porque cuando se está hablando de riesgo de crecimiento, con un sesgo a la baja, obviamente, la implicancia que ese riesgo podría tener en las decisiones de política es un sesgo a la baja en la tasa de política monetaria. Agrega el señor Marfán, que en cambio, cuando se está hablando de riesgos financieros internacionales que pudieran afectar el tipo de cambio por razones financieras, resulta todo lo contrario, ése es un sesgo más bien al alza de la tasa de política. Le parece que no se puede dar igual tratamiento a todos los riesgos para tomar una decisión. Señala el señor Consejero que, por cualquier motivo, la sensación de riesgo que percibe es de una mayor desaceleración, no en el escenario central, sino que como un escenario de riesgo, y que claramente debería tener implicancias de materializarse en lo que ocurra con las decisiones que se toman. Agrega el señor Consejero, que lo que ocurra en la economía chilena, en el sentido de que si el riesgo es más bien de un ajuste en los mercados financieros internacionales, tiene la impresión que los impactos que pudieran producirse serían relativamente menores.

El Consejero señor Jorge Desormeaux, señala que coincide con lo expuesto por el señor Vicepresidente, en el sentido que el escenario central sigue siendo, a grandes rasgos, el mismo, pero que los riesgos han subido y nuevamente la discusión está en torno a la economía norteamericana. Agrega el Consejero, que las consecuencias para nuestra política monetaria no son tan obvias, porque lo complejo de la situación que se está viviendo es que existen algunas señales que indican que las dificultades del mercado inmobiliario se pueden traspasar a otros sectores, a través del endurecimiento de los criterios para otorgar créditos. Agrega el señor Consejero, que esto es algo que recién se está observando. Asimismo, hace presente que, lamentablemente esto ocurre simultáneamente con indicadores de inflación que son relativamente persistentes, y que sugieren un escenario en que nos podríamos encontrar con una economía que se desacelera y en la cual las tasas de interés, en lugar de bajar, pueden mantenerse o incluso subir. Finalmente, el Consejero señor Desormeaux señala que el riesgo que se corre, que no es bajo, es un riesgo que no estaba contemplado.

El Presidente señor Vittorio Corbo indica que quiere dar a conocer su punto de vista sobre lo que se ha tratado y también resumir algo la discusión. Al respecto, cree que el principal riesgo que están observando los mercados hoy, es algo muy puntual en el mercado financiero que son los créditos *subprime de Mortgage* y que ya se han visto algunos problemas importantes en el deterioro de estas carteras, y que éstos se han extendido a algún otro elemento en el mercado financiero. Indica el señor Presidente que también se están observado algunas presiones en los mercados de derivados de créditos, y este es un elemento financiero cuyas consecuencias totales son difíciles de dimensionar. Le parece que es relativamente acotado como tamaño de mercado financiero total, en cuanto a que éstas son economías suficientemente profundas como para llevarlo a cabo y que hasta ahora lo anterior se ha observado más bien en precios de acciones y también en paridades cambiarias.

4



Por otro lado, el señor Presidente menciona que hay otro elemento importante que se ha profundizado en las últimas dos o tres semanas, consistente en la preocupación por el curso de la economía norteamericana. Indica que como lo ha expresado el señor Vicepresidente, el escenario central no ha cambiado, pero presenta un sesgo hacia abajo, especialmente por la corrección del mercado de la vivienda, que pareciera que estaba completándose, pero lo más probable es que este *shock* que se ha observado últimamente en el mercado de hipotecas, pueda terminar con restricciones crediticias que hacen difícil que se estabilice incluso ese sector. También señala que en los Estados Unidos de América se está observando algo más la desaceleración que tenía la inversión, es decir, se ha ido extendiendo más allá del mercado de la vivienda, lo mismo está ocurriendo con el mercado automotriz, debido a que también se observa que se ha extendido un poco más la desaceleración de la inversión.

Por otra parte, comenta el señor Presidente que en su opinión, queda cuestionada la actividad del sector vivienda y lo que va a suceder con el consumo privado. Agrega que puede haber un ajuste en el consumo, pero habría que monitorearlo. También comenta que el escenario central de la economía norteamericana es relativamente parecido al de Chile, no el 2,7% que tienen, pero sí un crecimiento más cercano, entre 2% y 2,5%. Cree el señor Presidente que los riesgos hoy en día están hacia abajo con respecto a la actividad, que también existe preocupación en los mercados accionarios, debido a que en los últimos 4 ó 5 años ha existido un crecimiento muy alto en las actividades de las empresas y existiría incertidumbre de si van a poder mantener esos crecimiento y utilidades, sobre todo si la economía se desacelera más.

Asimismo, el señor Presidente indica que existe incertidumbre internacional y a esto se suma, como lo mencionaron el señor Vicepresidente y el Consejero señor Desormeaux, que las cifras inflacionarias no son buenas, el mercado está muy atento al IPC, y el *FED* está señalando desde hace mucho tiempo su preocupación por la inflación por encima de su meta.

El Presidente señor Corbo, se refiere especialmente al alza de precios que se ha venido observando en algunos productos que tienen que ver con esta política de producir petróleo a través del trigo y a través del maíz, elementos que también producirán afuera un *shock* importante a los *commodities*.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco consulta al señor Presidente, a qué se refiere con la expresión "hacia abajo". El Presidente señor Vittorio Corbo responde al señor Ministro de Hacienda que dice relación con la actividad en los Estados Unidos de América. El señor Presidente señala también que le tocó participar el lunes recién pasado en una reunión de Presidentes de Bancos Centrales en Basilea y ése fue el tenor de la reunión, en el sentido que los riesgos de los Estados Unidos de América se han reversado, es decir, están hacia la baja y la gran preocupación existente es por los mercados financieros.

Finalmente, comenta el señor Presidente que le parece importante destacar que las cifras de Europa son mejores de lo que se pensaba, también las cifras de Japón, al igual que las de China. Agrega sobre el mismo tema, que le parece extraño que la desaceleración de los Estados Unidos de América ha afectado poco al resto del mundo, y cree que a lo mejor existe menor dependencia de ese país.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 105
Política Monetaria

15.03.2007 9.-

A continuación, el Presidente señor Corbo ofrece la palabra al Gerente de Análisis Macroeconómico, don Igal Magendzo Weinberger, a fin que presente la exposición sobre la parte nacional.

El Gerente señor Magendzo manifiesta que en el mercado financiero local las principales novedades fueron la caída de las bolsas y la volatilidad del tipo de cambio, ambas en parte ligadas a la inestabilidad en los mercados mundiales. Por un lado, comparado con los datos al cierre estadístico para esta sesión, desde el cierre de la reunión anterior el IPSA retrocedió 2,7% en pesos y 1,3% en dólares, deshaciendo una parte del incremento que había acumulado en el año. Agrega que una fracción del ajuste se dio previo a la caída de la Bolsa en China, siendo *commodities*, *retail* y consumo los sectores del IPSA más afectados. Señala el señor Magendzo que, por ahora, es difícil establecer que esta caída de la Bolsa correspondiera a peores expectativas para la economía. Por otro lado, la cotización de la paridad peso versus dólar se volvió más volátil a comienzos de marzo, en línea con lo ocurrido con las monedas de otras economías emergentes. En todo caso, comparada con la reunión de política monetaria anterior, la paridad nominal disminuyó en 1,7%. El tipo de cambio real de febrero se estima se ubicó en 95,04, valor 0,8% menor al de enero. Agrega el señor Gerente que, con todo, el efecto de la inestabilidad de los mercados internacionales tuvo consecuencias menores en el mercado financiero interno. Indica el señor Magendzo, que comparado con las turbulencias de mayo de 2006, la Bolsa y el Premio Soberano Chileno tuvieron una caída y un aumento, respectivamente, sustancialmente menores.

Por otra parte, señala el señor Gerente de Análisis Macroeconómico, que las tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile no tuvieron grandes cambios, a diferencia de sus similares en economías desarrolladas, en especial en Estados Unidos de América. Hace presente, que luego de la publicación de la Minuta de Política Monetaria de la reunión del mes de febrero de este año, las expectativas de mercado incorporaron una posible baja de la tasa de política monetaria para los próximos dos meses. En particular, señala el señor Magendzo, que las tasas de interés *swap* tuvieron una caída del orden de 20 puntos base para operaciones a tres, seis y doce meses, contado desde el 7 de marzo al cierre del Informe que se presenta para esta reunión. Asimismo, las expectativas de inflación a uno y dos años plazo, luego de bajar en este mes, se ubicaron en niveles levemente menores al cierre anterior. Menciona que a largo plazo no tuvieron mayores cambios, manteniéndose cercanas a 3%. Indica también, que las tasas de crecimiento anual y las velocidades de expansión de los agregados monetarios aumentaron, mostrando una reaceleración tras varios meses de caída o estabilidad. Comenta el Gerente señor Magendzo, que no existe claridad respecto de los factores detrás de esta reaceleración del crecimiento anual del dinero, pero resulta mayor de lo que podría esperarse, producto del recorte de la tasa de política monetaria. De acuerdo con información preliminar con que se cuenta, el crecimiento de las colocaciones totales subió tras varios meses de atenuación, en especial por el aumento de las colocaciones a empresas. Por su parte, la tasa de crecimiento anual de las colocaciones a personas se mantuvo, aunque con un incremento de las destinadas a vivienda y una baja de las de consumo.

Indica el señor Magendzo que en términos de actividad, los datos conocidos el último mes se enmarcaron dentro del escenario base del *Informe de Política Monetaria* del mes de enero. Agrega que por sectores, destacó el crecimiento de la minería y del comercio. En cambio la industria presentó una desaceleración similar a la ocurrida en la actividad agregada, aunque una gran parte de ella es explicada por fenómenos que se estiman puntuales y la irregularidad de los datos en enero y febrero atendido al período de vacaciones. Destacó el señor Gerente de Análisis Macroeconómico que aquellos sectores que compiten con productos importados han mostrado durante los últimos meses tasas de variación anual que son cada vez

hp



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 105
Política Monetaria
15.03.2007 10.-

menos negativas, en línea con el escenario base de enero en que el cambio de composición del consumo hacia bienes importados no seguiría profundizándose.

Comenta el señor Magendzo, que por el lado de la demanda, el consumo privado siguió dinámico, con indicadores de ventas que tuvieron un aumento importante en enero. Esto, no obstante, con una composición en que el gasto en bienes habituales creció a tasas anuales mayores, mientras el crecimiento anual del gasto en bienes durables cayó. Agrega el señor Magendzo que respecto de la inversión, en febrero el valor de las importaciones de bienes de capital se situó en niveles elevados, alcanzando US\$ 623 millones, US\$ 467 millones en promedio para igual mes del período 2005-2006. Indica que ello compensó parte del bajo nivel que estas internaciones alcanzaron en el mes de enero. Destacó también el crecimiento de las exportaciones mineras e industriales de inicios de año, lo que incide en deshacer parte de la acumulación de existencias observada al cierre del año 2006.

Manifiesta el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Magendzo, que las cifras más recientes del mercado laboral confirmaron el cambio de tendencia que se comenzó a observar a fines del año 2006. En el trimestre móvil terminado en el mes de enero, la tasa de crecimiento anual del empleo se redujo, en especial el asalariado. Indica que a su vez, descontada la estacionalidad, las tasas de desempleo y participación se mantuvieron estables respecto del trimestre móvil anterior. Señala el señor Magendzo que las remuneraciones nominales y reales medidas por el Índice de Costo de la Mano de Obra crecieron a tasas inferiores a las del mes anterior. No obstante, agrega que otras medidas, como el Índice de Remuneraciones por Hora y los datos de la Asociación Chilena de Seguridad han aumentado en los últimos meses. Por otro lado, los costos laborales unitarios redujeron su tasa de crecimiento y su velocidad continuó disminuyendo, en buena parte reflejando cambios en la productividad medida.

Indica el señor Magendzo que por el lado de la inflación, en febrero el IPC cayó 0,2%, 2,7% anual; el IPCX no varió, 3,1% anual; y, el IPCX1 aumentó 0,1%, 2,4% anual. La puesta en marcha del Plan Transantiago fue el principal factor detrás de la inflación IPC negativa. Menciona el señor Gerente, que en cuanto a las medidas subyacentes, a diferencia de los meses anteriores, no se apreciaron sorpresas relevantes y las medidas alternativas de tendencia cayeron o se mantuvieron, luego de algunos meses en que habían aumentado. Sin embargo, las velocidades de expansión siguieron en aumento aunque a tasas menores que en meses anteriores. Así, a diferencia de los meses previos, no se produjeron sorpresas relevantes en la inflación, no obstante se presentan riesgos sobre la proyección.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Magendzo, señala que el escenario de proyección de corto plazo presenta varios riesgos, especialmente por el lado de la inflación. En primer lugar, existe la posibilidad que el precio del petróleo se mantenga en niveles cercanos a US\$ 60, por encima de lo considerado en el escenario base de enero. Indica también que su efecto en la inflación es difícil de precisar, tanto por la operación del Fondo de Estabilización del Petróleo, como por el desconocimiento de su efecto en la tarifa del transporte público. En segundo lugar, menciona que se ha abierto un riesgo al alza respecto del efecto del aumento en el precio de los productos básicos sobre el precio interno de algunos alimentos incluidos en el IPCX1, que en parte ya se han observado en los últimos meses. Señala el señor Gerente que la información más reciente indica que se producirían incrementos importantes en el precio de algunos alimentos relacionados con el trigo, pudiendo ser mayor que lo considerado en la proyección de corto plazo. En tercer lugar, el escenario base considera que en agosto la inflación IPC tendrá un aumento importante debido a que el Plan Transantiago comenzaría a cobrar los transbordos entre buses.

24



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 105
Política Monetaria
15.03.2007 11.-

Comenta el señor Gerente de Análisis Macroeconómico, que a mediano plazo también se identifican riesgos importantes sobre la inflación y la actividad. Por un lado, llama la atención la divergencia en el crecimiento de las medidas de salarios, el costo de la mano de obra total disminuyendo, el índice de remuneraciones por hora aumentando y el de la Asociación Chilena de Seguridad relativamente elevado. Indica, que esto abre una alerta respecto de las posibles presiones de costos. Asimismo, la composición de la inflación entre transables y no transables, alternativamente la de bienes y servicios, también apunta hacia riesgos al alza para la inflación. Por otro lado, señala que los anuncios de la autoridad fiscal, en especial los que apuntan a incentivar la inversión, pueden tener un efecto relevante sobre la demanda agregada. A lo anterior se suman las implicancias de mediano plazo que tendría un escenario con mayor precio del petróleo. Lo anterior, tanto por los efectos de segunda vuelta que pueda tener en el resto de los precios, como por sus implicancias sobre algunos que se encuentran regulados.

El señor Presidente ofrece la palabra para comentarios sobre el escenario interno.

El Consejero señor Marfán, respecto a los costos laborales, señala que entiende que, a nivel total de las cifras, el crecimiento durante este mismo período sería algo menor en las nuevas cuentas que en las antiguas. Agrega que como el crecimiento del empleo es el mismo, el crecimiento de los precios también, el crecimiento de la productividad debió haber sido más bajo y por tanto los costos laborales unitarios más altos.

El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, indica que tiene algunas dudas respecto a estas cifras, pero adicionalmente señala que como estos datos están a costos de factores, entonces puede haber una mayor productividad en las cuentas nuevas que en las antiguas.

En cuanto a mercados financieros el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Igal Magendzo, señala que las colocaciones a personas se mantienen estables en variaciones en doce meses creciendo 19%. Por su parte, las colocaciones a empresas continúan con variaciones mayores en doce meses y tienen una reaceleración en término de velocidades, que se explica más que nada por colocaciones de comercio exterior, que resultan bastante volátiles.

El Consejero señor Enrique Marshall indica que los créditos que se reportan como comercio exterior, en realidad son créditos a las empresas chilenas. En consecuencia, cualquier exportador pide como capital de trabajo un crédito que se materializa en moneda extranjera y queda registrado bajo el rubro comercio exterior, pero no es en realidad un crédito que se le esté otorgando a un extranjero que esté adquiriendo algo en Chile. Agrega que lo anterior constituye capital de trabajo.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco, en relación con la demanda agregada señala que se está observando un bajo consumo y por lo tanto, es importante recordar lo que ha pasado en meses anteriores en que se han tenido buenos indicadores de consumo, pero también un buen crecimiento de las importaciones de consumo y la demanda por estos bienes producidos en Chile se ha mantenido estable a la baja.

24



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 105
Política Monetaria
15.03.2007 12.-

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Magendzo, señala que en la evaluación que se ha efectuado, se ha podido apreciar que esta situación no se ha profundizado, pero tampoco se ha recuperado, lo que está en línea con lo previsto en el escenario base del IPoM.

El Consejero señor Manuel Marfán, sobre la misma materia, hace presente que no le hace sentido la información que se está entregando. Lo anterior, porque este fenómeno se había observado el año anterior y fue una de las razones que se dieron para explicar el menor crecimiento, que consiste en la mayor competitividad de China, aumento de importaciones y que el componente nacional del consumo era más débil y eso afectaba, principalmente, la industria manufacturera. Agrega, que se había señalado también en nuestro escenario central que esto no iba a seguir ocurriendo, y que se iba a mantener la tendencia más bien histórica. Señala que ahora la información con que se cuenta es que las importaciones de consumo siguen dinámicas, la industria manufacturera creció menos de lo esperado y que el IMACEC había sido algo inferior, en consideración a lo que estaba pasando en la industria manufacturera principalmente, pero que este fenómeno no está ocurriendo.

El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, señala que en su opinión los durables no son parte de la historia del *switching*. La dinámica de consumo de corto plazo que estamos viendo no nos aporta información para decir si es que hay más o menos *switching*. El consumo habitual está estable. Lo que sí sabemos es que líneas distintas de la sustitución nos han mostrado bajas mayores, en particular inversión, que está cayendo.

En relación a una consulta del señor Presidente acerca de si los datos sobre las cifras del IPC que se muestran están sobre la base 1996 ó 2003, el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Igal Magendzo, señala que todos los datos están en base año 1996, excepto en aquellos casos en que no se cuenta con deflatores en dicha base.

El señor Ministro de Hacienda, con respecto al mismo punto, consulta de qué manera se hacen las Cuentas Nacionales, y si no habría sido posible mantener por algún tiempo, sólo para el uso interno, los indicadores en distintas bases.

El Gerente de Información e Investigación Estadística señor Ricardo Vicuña, señala que esa labor no se pudo realizar, ya que no solamente los ponderadores están cambiando, sino que también los indicadores en distintas bases. En consecuencia, habría que haber realizado un ejercicio en duplicado. Agrega, que en la práctica estos empalmes no se realizan en ninguna parte. Sobre el mismo tema, el Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés menciona que las cuentas son más que una recopilación estadística, que tiene una etapa de procesamiento reflexivo y que resulta oneroso.

24



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 105
Política Monetaria
15.03.2007 13.-

El Consejero señor Manuel Marfán señala que desea hacer dos sugerencias metodológicas, respecto del cambio de la base estadística 1996. La primera de ellas, es que al analizar series de PIB y aprovechando que se está cambiando la base, por qué razón no se ven estas series a costos de factores. Agrega, que conoce que si se observan por el lado del gasto resulta más complicado, pero al menos la brecha está mucho más vinculada al producto interno bruto a costo de factores, que a precio de mercado; ésto para que no se presente el mismo problema que ocurrió para el cambio anterior de base. Señala el señor Consejero que lo segundo que quiere mencionar, es que tiene la impresión que estas series que se desestacionalizan, y aquéllas en que se trata de obtener la velocidad son menos confiables los datos extremos que los obtenidos en el mes de enero de este año. En consecuencia, consulta por qué no utilizar la proyección que se tiene 6 meses hacia futuro y que se hace sin considerar la información en ese sentido.

El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, señala que los costos de factores es un tema que se puede discutir más adelante, tal vez en el marco de política monetaria cuando estemos nuevamente sopesando los modelos, si es que la curva *Phillips* es distinta, que es ahí donde sería más conveniente. Sin embargo, agrega que tiene la duda si existe una variable diferente a la que observa el mercado.

El Consejero señor Manuel Marfán, señala que en la Reunión de Política Monetaria anterior se presentaron estimaciones adicionales, además de inflaciones subyacentes y todas ellas mostraban que estaban aumentando. Señala que la pregunta que efectuó era similar a lo que está preguntando el señor Vicepresidente en esta oportunidad. Piensa que lo que pasa es que a lo mejor se está midiendo lo mismo con distintos indicadores.

El Ministro de Hacienda señor Velasco, señala que él plantea algo similar a lo expuesto por el Consejero señor Marfán. Agrega que lo que importa y que debiera ser un motivo de reacción de la política monetaria, es un *shock* inflacionario, donde éste es persistente y uno quiere actuar en la dirección opuesta. Si hay un *shock* transitorio que afecta una variable donde la ecuación indiferencia tiene más persistencia, no resulta para nada obvio que uno pueda usar la política monetaria para aplanar ese fenómeno, porque tiene que ver solamente con la evolución endógena y no con la persistencia del *shock*.

El Gerente de División Estudios señor Valdés señala que quiere volver al tema planteado por el señor Ministro de Hacienda y por el Consejero señor Marfán. Le parece que si lo que importa es la persistencia del *shock*, cree que lo relevante es la persistencia de la serie. Esto es, la inflación va a ser 0,5 en una serie y 0,5 por la otra, por lo tanto no importa demasiado si una serie es más persistente, por la razón que sea, a otras.

El señor Ministro de Hacienda está en desacuerdo con lo señalado por el Gerente de División señor Valdés, porque se está hablando de una inflación no instantánea, sino a un cierto plazo. Por ejemplo, hubo un *shock* transitorio y sabemos que dado los parámetros de diferencia eso se va a deshacer en 12 meses y aquí estamos haciendo *target* en inflación en un horizonte mayor que 12 meses. En consecuencia, se pregunta por qué tendría que reaccionar con la política monetaria a un *shock* que se sabe que es transitorio y que se va a deshacer automáticamente en ese plazo, atendidas las características dinámicas de esa inflación.

44



El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, señala que quiere efectuar un breve resumen, de los antecedentes que se han entregado para esta reunión. Agrega que los datos duros, básicamente en línea con el escenario central, no nos permiten indicar que el escenario central esté equivocado y que haya que cambiarlo, lo mismo que las proyecciones que también son bastante coherentes con ese escenario. Agrega que existen pequeños riesgos; hablamos de actividad, de inflación, pero en términos de actividad e inflación de corto plazo, no se cuenta con suficientes antecedentes para decir que hay riesgos suficientes para cambiar esas proyecciones. Sin embargo, existen una serie de riesgos que el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Magendzo fue identificando durante su presentación, que nos hacen estar poco sesgados en el balance de riesgos que se presenta hoy y ello, básicamente, tiene que ver con salarios, que en algunos indicadores pudieran mostrar cierta menor holgura. Tiene que ver también con esta composición de transables y no transables y con lo que está pasando con algunos precios internacionales que podrían producir cierto impacto en el futuro. Cree que se trata de riesgos insesgados.

El Vicepresidente señor De Gregorio señala que le parece bien la evaluación que ha efectuado el Gerente de División Estudios, más allá de los riesgos externos. Sin embargo, menciona que tiene entendido que de los tres aspectos que mencionó dicho Gerente, el tema del trigo sería menos riesgoso que lo que uno pudiera prever, observando los precios de los *commodities* y del pan.

El Gerente de División señor Valdés, señala que agregaría que en el caso de los precios externos cree que fue una alerta, pero los que nos llevó a reflexionar sobre esto fue el anuncio que sobre el particular hizo Argentina, que no le parece tan relevante como que los precios internacionales de estos mismos bienes han estado subiendo y no lo teníamos considerado suficientemente en el análisis. Menciona que con respecto al riesgo de los salarios cree que ello es efectivo, más allá de la razón de cierta discrepancia que puede ser medición de los datos que tenemos, tanto de la Asociación de Seguridad, como en los datos del Índice de Remuneraciones por Hora.

El señor Ministro de Hacienda señala que quiere agregar algo sobre el tema de la inflación y riesgo, y que consiste en lo siguiente. En esta reunión el escenario central inflacionario prácticamente no ha variado. Señala que de los cuadros que se han mostrado existen leves diferencias respecto al escenario que contemplaba bajas adicionales de tasas. Agrega que ahora se está hablando de riesgos al alza. Podríamos discutir qué tan importantes son estos riesgos, hemos discutido sobre el particular y quizás tengamos una discusión nuevamente. Señala que quiere hacer un ejercicio mental que consiste en cómo estaríamos razonando si la situación se invirtiera, si el escenario central contemplara una cantidad no despreciable de meses, una inflación que en todas sus medidas esté por encima del 3% y, se dijera que el escenario base nos muestra que estamos en *overshooting* de modo significativo y que hay algún riesgo en vías de que el *overshooting* no sea tan grande y converjamos a 3%. Le parece que en ese escenario se estaría hablando de alzas en la tasa de política monetaria con bastante entusiasmo, porque sería un escenario en el cual la credibilidad del Banco Central de Chile estaría sobre la mesa y los analistas estarían criticando. Señala que se está en un escenario que es absolutamente simétrico, y que técnicamente estamos por debajo. En consecuencia, cree que quizás es importante preguntarse o recordar cuál es el grado de simetría con el cual uno quiere actuar, que hasta ahora por su conocimiento de la política de este Instituto Emisor, es de actuar de modo simétrico hacia arriba o por debajo del 3%.

h



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 105
Política Monetaria
15.03.2007 15.-

El Presidente señor Corbo recuerda también que se estuvo un año cerca del 4%, pero estábamos concientes que eso debía bajar, y reaccionamos tranquilamente cuando los analistas nos criticaron por ello.

El Gerente señor Valdés señala que él llevaría el escenario simétrico un poco al extremo y decir que sí, pero en este caso la tasa ya estaría en 8%, agrega que está pensando en la tasa neutral de 6,5%, por lo tanto, está haciendo la suma de expansividad a una contra actividad. Menciona que hace dos días el Fisco anunció un paquete de medidas porque está preocupado de una debilidad, en consecuencia, la pregunta sería si subiríamos la tasa dos días después del anuncio o no.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que tiene la impresión que lo que nos ha señalado el señor Ministro de Hacienda, es que en realidad, con respecto al paquete de medidas que anunció, éstas no son de un orden considerable, lo cual tampoco lo desmerece. Agrega el señor Consejero que tiene la impresión que éste tiene una serie de beneficios que son claramente políticos, por la forma que se adoptan las decisiones al interior de un Gobierno. Evidentemente el hecho que se encuentren aprobados por la Presidente le da mucho más viabilidad. Sin embargo, no puede pensarse que se trata de un paquete que va a cambiar el escenario macro central, pero no lo sobredimensionaría en sus efectos.

El Vicepresidente señor José De Gregorio, señala que quiere hacer alguna referencia a un tema que va a ser parte de la discusión de la tarde, que consiste en los comentarios que se escuchan de que hay que tener mucho cuidado con el escenario externo y los riesgos, porque cuando se caen las bolsas la respuesta de política monetaria es de liberar y no de contraer.

El Presidente, señor Vittorio Corbo, suspende la Sesión a las 14.30 horas e informa que la misma se reanudará a las 16:00 horas.

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 105.

El Presidente señor Vittorio Corbo señala que en la reunión de la mañana hizo presente que no se ha podido fijar una fecha definitiva de la Reunión de Política Monetaria para el mes de septiembre, por los motivos que señaló en esa oportunidad. Agrega el señor Presidente que las fechas alternativas que ha propuesto al señor Presidente del Senado son los días 6 ó 13 de septiembre y que se confirmará en su oportunidad.

A continuación, el Presidente don Vittorio Corbo, solicita al Gerente de División Estudios don Rodrigo Valdés, que presente las Opciones de Política Monetaria.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 105
Política Monetaria
15.03.2007 16.-

El señor Gerente de División mencionado informa que en la reunión de política monetaria de febrero, el Consejo decidió mantener la tasa de interés de política monetaria en 5% anual, luego de un recorte de 25 puntos base en enero. En la decisión se consideró, entre otros elementos, que la actividad interna había recobrado cierto dinamismo durante el cuarto trimestre del año pasado, en línea con lo previsto. Agrega el Gerente de División Estudios señor Valdés, que en el último *IPOM* y que, aunque la inflación total evolucionaba de acuerdo con lo proyectado, las medidas subyacentes habían aumentado algo más que lo previsto. Las principales novedades del mes anterior apuntaban a mayores riesgos de que la inflación se ubicara por encima de lo contemplado en el escenario base. Si bien el comunicado no incluyó ningún sesgo para la política monetaria, la lectura que el mercado hizo de la minuta publicada posteriormente dio cuenta de un sesgo a la baja para la Tasa de Política Monetaria.

Señala el Gerente de División Estudios que, desde la última reunión, las principales novedades son las siguientes:

- En el lado externo, el escenario continúa favorable, aunque con volatilidad y correcciones de precios relevantes en los mercados financieros, con caídas de aquéllos de mayor riesgo. En particular, las bolsas tuvieron importantes ajustes a la baja, mientras las tasas de interés de largo plazo en países desarrollados disminuyeron, en especial en Estados Unidos de América. En Chile, los efectos de estas correcciones fueron acotados.
- Menciona el señor Valdés, que existe más preocupación por los efectos de la situación inmobiliaria en Estados Unidos de América, particularmente por la exposición crediticia en el sector. En Europa y Japón los indicadores de actividad son positivos. Los mercados han vuelto a esperar un par de recortes de parte de la *Fed* durante este año, aunque gobernadores de dicho organismo han indicado recientemente que el mayor riesgo percibido por ellos es el de mayores presiones inflacionarias. En Europa y Japón se mantienen las expectativas de aumento de tasas.
- Agrega el señor Gerente de División mencionado, que el precio del cobre muestra mayor volatilidad, con aumentos de cerca de 40 centavos de dólar durante el mes hasta US\$ 2,8 por libra, y ubicándose bastante por encima del valor proyectado en el escenario central. Por su parte, el precio del petróleo aumentó poco más de un dólar y está cerca de US\$ 60 por barril en lo más reciente, algo por encima del valor proyectado en el escenario central.
- Señala que, internamente las principales novedades financieras fueron la reaceleración de los agregados monetarios y de crédito a empresas, que ya se expandían a tasas elevadas, por encima de lo que se podría esperar, considerando la reducción de la tasa del mes de enero. Con volatilidad durante el mes, la parte corta de la curva de rendimiento le asigna una probabilidad algo mayor que 50% a un recorte de la Tasa de Política Monetaria en el corto plazo, mientras que una mayoría relativa de analistas espera una mantención en esta oportunidad. El tipo de cambio nominal tuvo una leve apreciación desde la Reunión de Política Monetaria anterior, en términos tanto bilaterales como multilaterales.
- Hace presente el Gerente de División Estudios, que el IMACEC de enero, en base antigua, estuvo solo marginalmente por debajo de lo proyectado. El escenario de actividad para 2007Q1, se corrige a la baja por la inclusión de nuevas ponderaciones al interior de algunos sectores. El cierre del año 2006 con CdR2003 no tuvo novedades significativas respecto del PIB. Sí éste muestra una dinámica más suave de la demanda interna, en parte por una acumulación de inventarios más moderada. El IMACEC de enero en base 2003 creció 0,7% más que en base 1996.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 105
Política Monetaria
15.03.2007 17.-

- También señala el señor Valdés, que el Ejecutivo anunció una serie de medidas para apuntalar la inversión y el crecimiento.
- Asimismo, la variación del IPC y de las medidas subyacentes de inflación estuvo en línea con lo proyectado el mes pasado. Las proyecciones para los próximos meses se corrigen marginalmente al alza para el IPCX1 y a la baja para el IPC, esto último reflejo del ajuste por una sola vez en febrero y marzo, derivado del inicio del Plan Transantiago. Por otra parte, las medidas de tendencia alternativas tuvieron comportamientos mixtos.
- Indica, que el desempleo se mantuvo estable y la creación de empleos volvió a moderarse. Los CMO siguen contenidos, pero la tasa de crecimiento de los IREM sigue aumentando, lo que impone una nota de cautela.
- Las expectativas de inflación de mediano y de largo plazo, a más de dos años, se ubican cerca de 3%. Agrega, que dependiendo del indicador, las expectativas a dos años se ubican en 3% o levemente bajo esa cifra.

Menciona el señor Valdés que con los antecedentes disponibles, las opciones más plausibles para esta reunión son disminuir la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base, o mantenerla en su nivel actual.

El principal argumento para disminuir la Tasa de Política Monetaria hoy, al igual que el mes anterior, es el escenario central de proyecciones considerado en el último Informe de Política Monetaria. Indica que ese escenario incluye como elemento central una inflación reducida y una brecha positiva de actividad en los próximos trimestres. Como se ha analizado otras veces, una menor Tasa de Política Monetaria permite adelantar el cierre de brechas de inflación y actividad. Hace presente que como se comunicó en la Minuta de la última Reunión de Política Monetaria, el escenario base de enero contemplaba una rebaja de la Tasa mayor a 25 puntos base.

Las cifras de inflación subyacente y actividad conocidas este mes son coherentes con el escenario central, situación que contrasta con las noticias de precios observadas en la reunión anterior, que eran algo mayores. Si bien es solo un mes de información, esto fortalece la validez del escenario central, lo que podría justificar recortar la Tasa de Política Monetaria. Las proyecciones de corto plazo también pueden interpretarse como coherentes con el escenario central. En efecto, se proyecta para los próximos meses una inflación anual IPCX1 marginalmente mayor que la del mes pasado, y casi medio punto más que respecto del Informe de Política Monetaria; la del IPC se ubica por debajo, aunque por el efecto por una sola vez de la implementación del Plan Transantiago sobre el nivel de precios. Por su parte, el crecimiento de la actividad este trimestre sería algo menor que el proyectado previamente.

Señala el Gerente de División Estudios, que así como las novedades de inflación y actividad del mes son insuficientes para modificar el escenario central, más bien lo validan, existen algunos factores de riesgo que apuntan a que la inflación podría exceder la considerada en este escenario, tanto en el corto como en el mediano plazo. Las principales novedades son: (i) el nuevo aumento de la tasa de crecimiento de los IREM, por sobre los CMO, y el nivel de la tasa de crecimiento de los salarios que mide la Asociación Chilena de Seguridad, que son coherentes con holguras menores que las consideradas en el escenario base; (ii) la reaceleración del dinero y del crédito a empresas; (iii) la composición de la inflación entre inflación de bienes, alternativamente transables, reducida y de servicios alternativamente no transables más elevada; y (iv) las presiones de costos por un mayor precio internacional de



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 105
Política Monetaria
15.03.2007 18.-

algunos alimentos, como por ejemplo el trigo. Adicionalmente, cabe señalar que las expectativas de inflación de corto plazo del mercado financiero y de analistas son superiores a las consideradas en el escenario central. Indica el señor Valdés, que en la medida que se estimen relevantes, estos riesgos podrían justificar mantener la Tasa de Política Monetaria para esperar a tener más antecedentes, antes de decidir. En todo caso, menciona que dado el panorama de inflación acotada para el corto plazo, existe espacio para que alguno de estos riesgos se materialice sin necesariamente implicar un desvío sustancial respecto de la meta.

Además de estos riesgos, hay dos novedades en el mes a partir de las cuales podría argumentarse a favor de la mantención de la Tasa de Política Monetaria en esta oportunidad. La primera, es la volatilidad que han mostrado los mercados internacionales, lo que ha reaparecido en el último par de días luego de una semana de mayor calma. Agrega el señor Valdés, que durante un período de turbulencia, a menos que haya bajas de tasas de interés más generalizadas, podría justificarse mantener la Tasa de Política Monetaria por un argumento de cautela. De hecho, si bien es probable que un episodio de turbulencia como el actual termine siendo deflacionario, no se puede descartar lo contrario. La segunda, es el anuncio de medidas pro inversión realizadas por el Ejecutivo el 13 de marzo pasado. Esos anuncios deberían favorecer un escenario de mayor demanda interna y crecimiento, y, a pesar de la expansión de la inversión que producen, también conllevarían menores holguras. Indica el señor Gerente de División, que evaluar sus consecuencias precisas tomará algún tiempo, ya que en parte dependen de cómo sean percibidas por el sector privado.

Como consecuencia, señala el señor Gerente de División que más allá de los elementos anteriores de estrategia y riesgos, hay aspectos desde el punto de vista de la implementación y comunicación de la política monetaria a considerar y, que son en la reunión de hoy más complejos que lo habitual. Indica que las expectativas están divididas, con una mayoría relativa de operadores de mercado esperando una rebaja y lo contrario, en algunas encuestas de analistas. Esta situación se generó principalmente a partir de la divulgación de la Minuta de la última Reunión de Política Monetaria. Con anterioridad a ello, las expectativas eran de mantención, mientras las novedades detrás de las cifras económicas no han sido suficientemente importantes como para determinar una acción evidente. Agrega que en este cuadro, se puede justificar una rebaja en esta reunión, si se estima apropiado validar la lectura de la Minuta mencionada, y así reafirmarla como guía de decisiones posteriores. Por el contrario, si se estima que hubo una lectura equivocada de la referida Minuta por parte del mercado, por un exceso de compromiso por parte del Banco Central de Chile con reducciones futuras de la Tasa de Política Monetaria, especialmente dado el sesgo neutral que tenía el IPOM, el argumento pierde fuerza.

El Presidente señor Vittorio Corbo, ofrece la palabra a los asistentes para comentarios.

Señala el Gerente de Investigación Económica señor Klaus Schmidt-Hebbel, que quiere recordar que las pequeñas y moderadas novedades que se recogieron en la Minuta de antecedentes de la Reunión de Política Monetaria en el mes de febrero pasado apuntaban predominantemente en una dirección, otorgando una mayor probabilidad en comparación con la que se presentaba el Informe de Política Monetaria, a un escenario alternativo más expansivo reflejado en la brecha de empleo y de producto más elevada, más atractiva, más positiva y de mayor producción inflacionaria en el corto y mediano plazo. Indica el señor Schmidt-Hebbel, que en esta oportunidad se puede recopilar algo similar, los riesgos inflacionarios como se han destacado recién se han acentuado algo más por encima de lo detectado ya en el mes de febrero. Destaca esta conclusión, para analizar la diferencia



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 105
Política Monetaria
15.03.2007 19.-

correspondiente de dos meses seguidos de novedades adicionales de signo inflacionario, que llevan a una acumulación de desvíos que elevan la probabilidad asociada a un escenario alternativo más inflacionario que la probabilidad prevista en el correspondiente Informe de enero. Agrega que durante este mes se produjeron significativas novedades en el entorno internacional. Los primeros momentos de variables claves para la economía chilena, especialmente el crecimiento mundial y de socios comerciales, ítem intercambios, mejoran desde modesta hasta notablemente, con efectos positivos para el gasto y la actividad futura. Las mayores presiones inflacionarias que pueden verse parcialmente compensadas por la endógena decisión cambiaria derivada de dicha mejoría externa son por otra parte intensificadas por el aumento verificado en el precio del petróleo. Los futuros de precio, que se discutió en la mañana, aumentaron en US\$ 4 o en un 7% entre la reunión pasada y los últimos días.

Menciona el Gerente de Investigación Económica, que estos cambios pueden ser asimétricos de los riesgos de la actividad mundial, producto de las turbulencias financieras en los mercados emergentes y en los mercados de crédito de vivienda en Estados Unidos de América, que se observan durante este último mes.

Agrega que la implicancia con las variables macro y financieras, especialmente con la política monetaria en Chile son más inciertas y, pueden ser de signos opuestos como se ha señalado en la reunión de la mañana. Comenta que por una parte una intensificación de la incertidumbre internacional puede llevar la depreciación del peso llevando menos presión inflacionaria. Por otro lado, una recesión internacional podría debilitar la economía chilena y produciría menores tasas de interés internacionales, motivando por partida doble una reducción de tasas en Chile. Finalmente señala, que la última novedad internacional del mes fue la intensificación de la disonancia cognitiva entre los mercados de bonos de Estados Unidos de América que predicen una baja de tasas y las posiciones aparentemente mayoritarias de miembros del OIC de la Reserva Federal de Estados Unidos de América, que están preocupados fundamentalmente de riesgos inflacionarios en dicho país.

Por otro lado, indica el señor Schmidt-Hebbel que en el plano interno dominan fuertemente las novedades con implicancias inflacionarias en Chile, se verifican sorpresas en el IREM, algo en los precios de los combustibles, la notoria debilidad de los agregados monetarios, las proyecciones de corto plazo IPCX1 que no es afectado por el efecto Transantiago, se han corregido hacia arriba en 3,4 décimas en doce meses para el período abril-mayo-junio, en comparación con las del Informe de Política Monetaria de enero. Agrega que lo anterior no resulta trivial y marginalmente también se han corregido en comparación con febrero. Señala que, por primera vez está el mes de agosto metido en las proyecciones de corto plazo y se proyecta un salto a 2,7% en el IPCX1 en doce meses.

Indica que la notable propuesta del Fisco, aunque modesto en su impacto en el gasto agregado al crecimiento, producirá efectos desde ahora y hasta el horizonte de política monetaria a dos años plazo, influyendo también en algo en las presiones inflacionarias.

Señala también que podrían no concretarse las presiones inflacionarias previstas en el escenario base del *IPoM*, por caída de tarifas del Plan Transantiago durante el año 2008, por no reducirse los precios de los combustibles previsto en el escenario base y decidirse un aumento en los márgenes de los operadores, manteniendo las tarifas inalteradas. En resumen, concluye el Gerente de Investigación Económica señor Klaus Schmidt-Hebbel, que por segundo mes consecutivo se observa un escenario con novedades predominantemente moderadas para el corto y largo plazo, lo que justificaría, en su opinión, la mantención de la tasa en su nivel actual.

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 105
Política Monetaria
15.03.2007 20.-

El Gerente de División Política Financiera señor Pablo García, señala que está de acuerdo con lo señalado por la Gerencia de División Estudios, en el sentido que las dos opciones más plausibles son mantener la Tasa de Política Monetaria o bajarla en 25 puntos base. En esta ocasión, la decisión de política es particularmente difícil, puesto que los costos asociados a una u otra decisión son cualitativamente distintos y de cuantificación compleja.

Agrega, que en primer lugar el costo de reducir la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base se vincula principalmente a eventuales riesgos de carácter económico, respecto de la marcha de la inflación en los próximos meses. Es decir, se trata de riesgos de que el escenario de inflación que se materialice en los próximos trimestres difiera marcadamente de las perspectivas contempladas en esta reunión, y que a grandes rasgos mantienen el contorno de las proyecciones señaladas en el Informe de Política Monetaria. Agrega el señor García, que cree que respecto a este punto preciso, estos riesgos son mayores que los de eventualmente exponer a la economía a mayores turbulencias financieras, que le parece bastante improbable dada la solidez de las cuentas externas y financieras de la economía y lo reducido de una eventual reducción de 25 puntos base.

Menciona que en segundo lugar, el costo de mantener la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base, sin un sesgo evidente para próximas decisiones, se asocia principalmente a riesgos de carácter comunicacional. Ello, por cuanto pareciera que el efecto que tuvo la divulgación en la Minuta del mes de febrero, de que las proyecciones del Informe de Política Monetaria tenían implícito reducciones mayores que 25 puntos base sobre las expectativas privadas fue sustancial, de hecho la primera vez que se ve un impacto de tal magnitud en expectativas privadas producto de la referida Minuta. Agrega que no es obvio evaluar que el mercado sobrerreaccionó, por cuanto la divulgación de Minutas con mayor antelación ha sido parte central de la estrategia de metas de inflación y ha sido promovida por el Banco. Comenta que se ha tendido a incentivar a los medios y analistas a que las vean con mayor detalle. Por ejemplo, que la reducción de la Tasa de Política Monetaria en el mes enero podría haber sido anticipada por un analista sagaz que hubiese leído con cuidado las Minutas del mes de septiembre en adelante.

Señala el señor Gerente de División Política Financiera, que es por ello que en esta ocasión la discusión de si seguir o no al mercado debe ser evaluada con cuidado, puesto que las expectativas han sido informadas no solo a partir de una lectura y análisis de los datos sino que mediante opiniones en un documento formal del Consejo.

Finalmente indica el señor García que la evaluación de los costos de ambas decisiones no es fácil, pero estima que dado lo reducido del movimiento de tasas eventualmente contemplado y la similitud del escenario de inflación actual con el del Informe de Política Monetaria, los riesgos de la segunda opción puede que superen los riesgos de la primera. Asimismo, señala que para acotar los riesgos comunicacionales de una mantención de tasa, cree que lo conveniente es enfatizar en el comunicado la importancia que se le asigna a los riesgos de mayor inflación o a la incidencia de las medidas de política fiscal anunciadas recientemente.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Esteban Jadresic, señala que comparte el juicio que las opciones relevantes en esta reunión son bajar o mantener la Tasa de Política Monetaria y asimismo, que la decisión básicamente debe tomarse en la línea recomendada por la Gerencia de División Estudios, sobre la base de estimar el grado en que se cree que el escenario central proyectado en el último *IPoM* sigue siendo válido o si uno



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 105
Política Monetaria
15.03.2007 21.-

pondera relativamente más el riesgo al alza de la inflación y por ello, prefiere esperar más para validar dicho escenario central. Señala que la evaluación de esto no le parece nada de fácil, porque por una parte los datos del último mes no sólo son coherentes con el escenario central sino que de hecho tienden a validarlo, en particular cuando se elaboraron los datos del IPCX1, que estuvieron en línea con lo esperado, sin que hubiera una nueva sorpresa inflacionaria, y de hecho volvió una reversión. Indica que la evaluación actual es que la actividad durante el primer trimestre estaría por debajo de lo proyectado previamente en el margen.

Sin embargo, por otro lado, hay noticias que incrementan los riesgos de una inflación mayor que la proyectada y uno podría hacer todo un barrido de riesgos, pero son dos los que realmente destacan que son menos ambiguos y de una significancia que puede ser mayor. Agrega que el primero que llama la atención, es el incremento en el Índice de Remuneraciones si bien el costo de la mano de obra sigue creciendo por debajo del estado estacionario del 6% y el índice señalado tampoco supera dicho nivel, lo que constituye una señal que hay que tomar en cuenta y que requiere una explicación más profunda. En segundo lugar, menciona el efecto del plan para fortalecer la inversión en el crecimiento, porque puede contribuir a acelerar la inversión como también por el efecto expectativas que pueda generar y que incrementa el riesgo que el cierre de brechas sea más rápido.

Señala que hay que considerar además otros dos riesgos que van en dirección opuesta, que a su juicio los compensan. En primer lugar, al riesgo que las proyecciones de inflación del mercado estén sesgadas hacia arriba respecto del *IPoM*. Lo que el mercado está opinando hoy día es que en realidad la inflación va a ser más baja que lo que se planteó en el *IPoM* debajo de la meta del 3% para el segundo año.

Es interesante que en el caso del mercado y de los operadores esto se observe incluso después que el mercado ha internalizado con alta probabilidad una baja adicional en la tasa de política monetaria. Cree que no hay que exagerar la capacidad predictiva del mercado respecto de la inflación, pero de todas maneras es un elemento de juicio relevante para ponderar dónde están los riesgos relativos de las proyecciones que se han hecho internamente. El segundo riesgo que le parece importante considerar es que es altamente probable que hacia mediados de año se tenga reacciones anuales de IPC significativamente por debajo de la meta, en torno a 1% anual. Al igual que en el pasado, inflaciones fuera del rango meta incrementan el riesgo sobre la credibilidad en el rango meta. Señala que no le parece necesario reaccionar a estos riesgos que está mencionando y por ello bajar la Tasa de Política Monetaria, pero sí le parece que estos riesgos son dignos de ser considerados como los otros que se han mencionado. En este contexto, recomienda bajar la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base para acercarla a ese escenario central del *IPoM*, con el agregado que puede ser conveniente comunicar y mantener un sesgo neutral respecto a futuros movimientos.

El Gerente de Mercados Financieros Nacionales señor Beltrán De Ramón, señala que la decisión de esta reunión resulta difícil y bastante menos clara que la de la reunión del mes de enero. Agrega que desde enero a la fecha ha habido noticias en materia de inflación. El IPC ha sido más alto de lo esperado, pero su efecto se anuló por la puesta en marcha del Plan Transantiago. Por otra parte, el IPCX1 ha subido 0,9% en los últimos tres meses y las proyecciones del Banco Central de Chile también recogen un leve aumento del IPC, IPCX y el IPCX1.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 105
Política Monetaria
15.03.2007 22.-

Menciona que desde enero a la fecha se han empezado a presentar nuevos riesgos en materia inflacionaria. El IPC de los no transables y el de los servicios se encuentran en rangos de 5% anualizado, y se sabe que esa inflación es más difícil de bajar. Señala que existen algunas presiones por el lado de los costos, aunque hasta ahora son moderadas. Las medias podadas se han ido incrementando desde fines del año pasado, aunque en este último mes han cerrado mixtas. Por su parte, el precio del petróleo se presenta más alto que lo estimado en el Informe de Política Monetaria. Asimismo, consigna que existe un aumento importante de los agregados monetarios.

En cuanto a las expectativas de inflación, señala el señor De Ramón que a 12 y 24 meses se mantienen en el rango del 2%, o entre 2% y 3%, si se considera el mercado. Por otra parte, las expectativas del Banco Central de Chile es aproximadamente de 2% para los próximos 12 meses, marzo 2007 - febrero 2008, y en julio se estará en 0,9%, lo que será una situación difícil de explicar. Las expectativas del mercado para los próximos 12 meses es de 2,45%, 45 puntos base más alta que las del Banco Central de Chile. Sin embargo, estima que está influida por una toma de posición de activos en UF, como una sobrereacción, habitual de los fondos mutuos y bancos, por la sorpresa acumulada del IPC de 0,4% y las expectativas de un IPC de marzo, estacionalmente alto de 0,5% a 0,6%. Señala que en su opinión, en los próximos meses, esta inflación a un año se debiera corregir a niveles cercanos al 2% o incluso más abajo, para subir a niveles cercanos al 3%.

Se pregunta el Gerente señor De Ramón, qué puede pasar con la inflación si todos los riesgos de mayor inflación se materializan, coincidentes con un cierre de brechas más rápido que lo esperado. Afirma que dado que se está en rangos de 2% para adelante, se podría subir a 2,5%, 3% ó 3,3%.

Agrega el señor De Ramón que en esta situación, si se baja la tasa y la decisión no era la correcta, el costo es menor y se puede revertir a fines de año.

Se pregunta también qué podría ocurrir si la actividad estuviera algunos meses más floja y que los riesgos inflacionarios se disipen. Si bien a este escenario le concede menos probabilidad que al anterior, en caso de presentarse sería un escenario de inflación extremadamente bajo. Indica que en este caso, la decisión de bajar la tasa varios meses antes hubiera sido la correcta, y sería aplaudida posteriormente.

Por otro lado, en atención a los escenarios de riesgo y sus implicancias a futuro, y siendo coherentes con el escenario del *IPoM*, estima que la mejor decisión es bajar la tasa de política monetaria en esta reunión y no esperar un mes más. Sin embargo, estima que si se diera el escenario donde los riesgos inflacionarios se materialicen, no es descartable que a fines de año se tenga que ser más proactivo y el Banco Central de Chile tuviera que mover la tasa al alza.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco señala estar de acuerdo con varios de los comentarios que han planteado los Gerentes, los economistas de la División Estudios y otros economistas del Banco, excepto con una afirmación, que consiste en que no le parece que la decisión que se deba adoptar en esta reunión sea especialmente difícil, a diferencia de muchas otras reuniones en que le ha tocado participar.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 105
Política Monetaria
15.03.2007 23.-

Agrega que los argumentos que ha planteado el Gerente de División Política Financiera señor Pablo García en favor de una baja de tasas, le parecen contundentes y se atrevería a decir abrumadores, lo que quiere sustanciar del siguiente modo. En primer lugar el señor Ministro de Hacienda señala que no ha escuchado que se hubiera expresado un matiz de diferencia respecto a esta afirmación y, en consecuencia, se pliega a ese consenso. Señala que el escenario base aún se mantiene y esto tiene dos implicancias conocidas. La primera de ellas es que ese escenario base contemplaba entre 50 y 75 puntos base de reducciones adicionales de los cuales ya se hicieron 25 y por lo tanto, quedarían otras en el camino bajo ese escenario. En segundo término, indica el señor Ministro, que ya no respecto al escenario base, sino que en relación con las proyecciones tanto del Banco Central de Chile como del mercado, la inflación en el rango relevante de 12 y 24 meses se ubica consistentemente por debajo del centro de la meta. Hay matices entre lo que el Banco Central y lo que el mercado esperan, pero incluso si uno toma lo que el mercado espera igual la inflación está por debajo de lo deseable dadas las metas del Banco Central, incluyendo los meses del invierno que viene, en que se estaría por debajo del 1%, lo que aunque tenga justificación técnica va a crear un desafío comunicacional de explicarle al mercado y a la opinión pública.

Señala el señor Ministro que en lo referente a las novedades, se atrevería a decir que son tres. La primera novedad es que los riesgos de un aparente *shock* inflacionario fuese efectivamente un *shock* a la inflación y no a nivel de precios, dado lo que ocurrió en enero, no parece haberse materializado al menos la evidencia preliminar y sugiere que no se materializaron. Como segunda novedad, indica que más allá de todos los bemoles de medición, cambio de base y la incertidumbre que rodea a aquello, los datos contenidos en la Minuta sugieren un primer trimestre más lento y un segundo trimestre también marginalmente más lento.

Y la tercera novedad, a su juicio, es que el escenario internacional se ha vuelto más incierto y cuando dice incierto, no se refiere necesariamente al primer momento de la actividad sino al segundo momento y a la incertidumbre financiera que rodea a este fenómeno ante caídas potenciales o efectivas de los precios de los activos. No afirma que se vayan a materializar, pero si se materializaran, la reacción de política monetaria en el mundo avanzado va a ser hacia una baja de tasas y no hacia un incremento de éstas.

Por último, el señor Ministro de Hacienda señala que espera que el paquete de medidas de estímulo tenga un efecto positivo en la actividad. Agrega que existen una serie de factores limitantes que nos ayudan a dimensionar ese efecto tanto en su tamaño como en *trailer*.

El señor Ministro expresa que en cuanto a los riesgos de la inflación, sí existen algunos temas que hay que mirar con más cuidado, en cuanto a ciertas aparentes discrepancias entre distintas medidas de remuneraciones, por una parte, y distintas medidas de inflación por la otra.

En cuanto a los riesgos de inflación, señala el señor Ministro que adhiere a lo ya dicho por varios miembros del *staff*, en el sentido que si las proyecciones de inflación a distintos horizontes se materializaran, probablemente igual se estaría debajo de la meta y, por lo tanto, estas amenazas parecen ser menores de lo que uno podría suponer.

24



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 105
Política Monetaria
15.03.2007 24.-

Indica también el señor Ministro, que existe un riesgo por el lado de la actividad, asunto que entiende no es una meta del Banco Central, pero ciertamente es algo que uno observa, mide y monitorea. Le parece que si existe un riesgo por las cifras presentadas en esta reunión y también un riesgo por el lado de las expectativas que se han mantenido a la baja, se espera que se reviertan en alguna medida.

Asimismo, el señor Ministro desea manifestar una opinión respecto al tema comunicacional y a la relación de flujos de información con el mercado. Señala que se han planteado inquietudes respecto a cómo leyó el mercado la última Minuta de Política Monetaria del Banco. Le parece que hay situaciones en las cuales se podría tener que usar otras fuentes de información. Cree que el mercado puede haberse formado expectativas con las que en esta reunión se esté de acuerdo, pero está reaccionando a esa información y le parece natural e incluso sano que el mercado se haya movido en la dirección en que lo hizo. Le parece que si no hubiese un recorte de interés en esta reunión, dado el tenor que se va a reflejar en la Minuta que se publique, las expectativas de un recorte en la próxima oportunidad serían aún más fuertes de lo que son ahora y por lo tanto, no le parece tampoco que haya un dilema comunicacional que pueda afectar la decisión de política. Por consiguiente, reitera que en su opinión, hay razones y espacio suficientes para justificar un recorte de 25 puntos base.

El Presidente, señor Vittorio Corbo ofrece la palabra a los señores Consejeros para proceder a la votación.

El Consejero señor Enrique Marshall, agradece al staff el material preparado para esta Reunión de Política Monetaria.

Indica que el escenario central no ha sufrido cambios significativos en el curso del último mes. Sin embargo, han surgido antecedentes a los que debemos prestar atención.

Agrega que en el frente externo, la principal noticia se refiere a los mercados financieros, los que han mostrado una alta volatilidad y ajustes bastante pronunciados, poniendo de manifiesto riesgos que estaban identificados en nuestros análisis previos.

Señala el señor Consejero, que las bolsas han caído en forma generalizada; los premios por riesgo de las economías emergentes han aumentado y sus monedas se han depreciado respecto del dólar.

Hace presente que, como es usual, los bonos de los países desarrollados han servido de refugio a los inversionistas, lo que ha conducido a una baja en sus tasas de rendimiento.

Sin embargo, el escenario no ha cambiado significativamente en materia de actividad real y se mantiene la perspectiva de una desaceleración gradual en los Estados Unidos de América, si bien existe mayor preocupación sobre ello que con anterioridad.

Indica el Consejero señor Marshall, que en todo caso, el panorama sigue siendo bien positivo en otras regiones, como Europa, Japón y Asia. En este contexto, la preocupación por la inflación sigue estando presente en los países desarrollados, lo que se expresa en la orientación de las políticas que persiguen sus autoridades monetarias. Comenta el Consejero señor Marshall que el petróleo y los metales se mantienen en niveles altos, lo que confirma que las perspectivas de crecimiento se mantienen bastante sólidas. Indica el señor Consejero, que

h



BANCO CENTRAL DE CHILE

el precio del cobre subió en forma importante en el curso del último mes y el del petróleo se ubicó en niveles algo por arriba de lo que se esperaba. Hace presente que, en todo caso, la trayectoria futura de este último sigue siendo una fuente de incertidumbre.

Agrega que, en el frente interno, el escenario de una recuperación moderada de la actividad y una inflación más bien baja no ha experimentado cambios significativos, pero aumentan los riesgos que la inflación siga una trayectoria por sobre lo previsto. Los agregados monetarios y crediticios siguen mostrando tasas de expansión altas y sus velocidades de expansión han aumentado en lo más reciente y las tasas de interés de las colocaciones se han corregido sólo marginalmente y siguen apoyando una fluida y dinámica actividad bancaria. Asimismo, las tasas de interés de los títulos de BC han tenido ajustes más bien marginales respecto de la última reunión, a diferencia de lo ocurrido en los países desarrollados, donde se han observado bajas importantes.

Menciona el Consejero, que el tipo de cambio ha mostrado bastante volatilidad en el transcurso del mes, pero se ubica actualmente sólo marginalmente por debajo del nivel observado en la última reunión. La Bolsa ha tenido correcciones a la baja, pero la variación acumulada desde principios de año, a diferencia de lo observado en otras economías emergentes, se mantiene con signo positivo.

Señala el Consejero señor Marshall que en materia de actividad, las estimaciones y proyecciones se han corregido levemente a la baja, pero aún no se tiene un diagnóstico claro sobre la real fuerza del crecimiento en el primer trimestre de este año. También comenta que el IMACEC de enero pasado no entregó señales conclusivas al observarse comportamientos sectoriales algo disímiles.

Por otra parte, indica el señor Consejero señor Marshall, que en el mercado laboral, las tendencias que se venían observando se han moderado. La tasa de crecimiento del empleo asalariado se ha reducido y la tasa de desocupación se ha estabilizado. Así, el cuadro en materia de empleo se muestra más alineado con el de la actividad real, que en meses anteriores.

Los costos laborales han seguido creciendo en forma moderada. Sin embargo, el índice de remuneraciones muestra una tasa de variación con tendencia al alza que pone una nota de cautela sobre la trayectoria futura de los costos laborales. Con todo, señala que sigue existiendo cierta incertidumbre sobre la magnitud de las holguras de capacidad existentes en la economía. Indica que ello sólo se despejará cuando tengamos una evaluación más completa y detallada a la luz de las cifras de actividad, provenientes de la nueva compilación de cuentas nacionales.

Indica el Consejero señor Marshall, que en materia de inflación, el panorama no ha sufrido grandes modificaciones. Las cifras acumuladas en los dos primeros meses del año muestran algo menos de inflación efectiva y algo más de inflación subyacente, todo ello respecto de lo proyectado en nuestro *IPoM* de enero. Los indicadores de tendencia inflacionaria, que venían creciendo, se han estabilizado.

Con todo, indica el señor Consejero, el escenario proyectado para la inflación tiene riesgos que han aumentado en el último tiempo y existen varios elementos que advierten sobre ello, como por ejemplo, la trayectoria del precio del petróleo, la evolución del índice de remuneraciones; y la divergencia entre la inflación de los transables y la de los no transables, que se reproduce también entre servicios y bienes.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 105
Política Monetaria
15.03.2007 26.-

Agrega el Consejero señor Marshall, que las expectativas de inflación del mercado se han ajustado a la baja para los plazos cortos, pero convergen al 3% para plazos más largos.

Considerando todos estos antecedentes, le parece que la opción más adecuada es mantener la tasa de interés en su actual nivel, toda vez que un movimiento a la baja conlleva riesgos más altos y no parece prudente en medio de la actual turbulencia financiera. En consecuencia, lo más aconsejable, entonces, es esperar la acumulación de nuevos datos sobre la trayectoria de la economía y, en particular, sobre la trayectoria de la inflación.

Comenta el señor Consejero que el *IPoM* de enero sugirió cierta orientación para la política monetaria, pero en los comunicados se ha sido explícito en el sentido que las decisiones futuras quedaban supeditadas a los antecedentes que se fuesen acumulando, lo que sigue siendo válido.

Por otra parte, indica que el mercado está dividido respecto de cuál será la decisión en esta reunión, lo que da cuenta de la complejidad del actual escenario y las incertidumbres prevalecientes. Agrega que la lectura de la Minuta de la última reunión condujo a reforzar la expectativa de una baja. Por cierto, manifiesta que no descarta ningún movimiento futuro de la tasa de política, pero en esta oportunidad se inclina por esperar y entregar una señal al mercado en el sentido que las decisiones siguen supeditadas a los antecedentes que se vayan recibiendo.

Por ello, señala que su voto es por mantener la tasa de política monetaria en 5,0%.

El Consejero señor Manuel Marfán agradece el análisis del staff. Señala que la información acumulada desde la reunión anterior, es insuficiente para modificar el escenario central y por el contrario, como señala la Minuta de Opciones, tiende más bien a validar ese escenario central.

Manifiesta el Consejero que en lo externo destaca tres elementos. En primer lugar, el precio del petróleo algo más elevado que en la reunión anterior, pero aún no lo suficiente como para alterar el escenario central. En segundo lugar, se ha incorporado un riesgo mayor que el que existía a la baja en el crecimiento de los Estados Unidos de América. En tercer lugar, ha habido turbulencias financieras que también apuntan a un mayor riesgo de ajustes en ese mercado. Con excepción del primero de estos tres riesgos, la economía chilena está en una posición particularmente sólida para enfrentar eventuales alejamientos del escenario central en esa dirección. Indica que el menor crecimiento del año 2006, los buenos términos de intercambio y el cuantioso superávit fiscal y de cuenta corriente de la balanza de pagos dan cuenta de esa solidez.

Hace presente el Consejero señor Marfán que en lo interno, los dos aspectos que destaca son, por una parte, los recientes anuncios del Ministro de Hacienda los que no debieran complicar para nada el escenario macroeconómico del mediano plazo, sino por el contrario, apuntan más bien en la dirección de confirmar un refortalecimiento de la inversión. Indica el señor Consejero que quizás el punto más delicado, en lo interno, sea la aceleración del índice de remuneraciones no compartido por el índice de costo de la mano de obra. Señala que aún es temprano para una evaluación de qué está detrás de esa aseveración, pero no puede descartarse que sea el reflejo de una brecha de producto más reducida y se trata de un evento contemplado en nuestro escenario de riesgos. Alternativamente, también puede ser el reflejo



BANCO CENTRAL DE CHILE

de los efectos de la nueva ley de subcontratación, que constituiría un efecto por una vez o de algún otro fenómeno transitorio, escenario de riesgo que habrá que monitorear.

El Consejero señor Marfán señala que el escenario central sigue siendo aquél en que la inflación se desaceleraría significativamente en los próximos meses y en el horizonte de política monetaria de 24 meses, la inflación anual se ubicarla por debajo del centro del rango meta. Lo consistente con ese escenario central es una reducción de la tasa de política monetaria. Indica el señor Consejero que los riesgos internos más que los externos, podrían inclinar la decisión de hoy hacia una nueva pausa, pero un análisis más cuidadoso de esos riesgos, tiende a descartar esa posibilidad. Agrega que quiere hacer suyo en su voto los análisis tanto de Esteban Jadresic, Pablo García y Beltrán De Ramón, los que le parecen particularmente acertados. Agrega a esos riesgos, que pausar ahora y se ve el escenario central que por lo demás es el escenario más probable, implicará más reducciones y más volatilidad de la política monetaria hacia futuro y ese es también, a su juicio, un riesgo mayor que habrá que considerar en esta oportunidad.

Por las razones señaladas vota por una reducción de 25 puntos base en la tasa de política monetaria.

El Consejero señor Jorge Desormeaux agradece el valioso apoyo que se ha recibido del staff del Banco para esta reunión.

Comenta el señor Consejero que en la reunión de política monetaria de febrero pasado, el Consejo decidió por unanimidad mantener inalterada la tasa de política monetaria debido al alza que experimentaron algunas medidas de inflación subyacente. A ello se sumaba la percepción de la existencia de mayores riesgos que la inflación se ubicara por encima de lo previsto en el escenario base.

En esta ocasión, la variación del IPC y las medidas subyacentes de inflación estuvieron en línea con lo esperado, aún cuando las proyecciones se corrigieron marginalmente al alza para el IPCX1 y a la baja para el IPC. Paralelamente, los indicadores de actividad han estado levemente por debajo de lo proyectado, situación que se extenderá, aparentemente, al segundo trimestre de este año.

Manifiesta el Consejero señor Desormeaux que se podría concluir, entonces, que los desarrollos en el plano inflacionario y de la actividad son concordantes con el escenario central de proyecciones del *IPOM* de enero y dado que este escenario contempla un estímulo monetario superior al actual, ello podría justificar hoy una reducción de la tasa de política monetaria.

Sin embargo, el informe de la Gerencia de División Estudios reconoce que si bien el escenario central sigue vigente, los riesgos que la inflación se ubique por encima de lo proyectado han crecido en relación al mes pasado, lo que se ve reflejado en una serie de desarrollos, tanto internos como externos. Indica el señor Consejero que la evolución de las remuneraciones, medida a través de dos índices, son coherentes con menores holguras que las del escenario base; la evolución reciente de los agregados monetarios y del crédito a empresas muestra una desaceleración; las presiones de costos que surgen del alza en el precio de algunos alimentos con gran incidencia en el IPC, como el trigo; las volatilidades recientes de los mercados financieros internacionales, cuyo impacto sobre la inflación doméstica es difícil de precisar, también está presente y sugiere un llamado a la cautela; y por último, está el anuncio esta semana, de parte de la autoridad fiscal, de un programa de veintisiete medidas que tiene como objetivo central generar un estímulo para que el sector privado adelante sus planes de



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 105
Política Monetaria
15.03.2007 28.-

inversión. Señala el Consejero señor Desormeaux que es temprano para saber cual será el impacto de estas medidas sobre la actividad y la inflación. Pero le llama la atención que analistas privados serios consideren hoy que dichas medidas pueden dar lugar a un crecimiento entre un cuarto y medio punto superior a lo estimado previamente para el año 2008, lo que sin duda podría resultar equivalente al estímulo de una rebaja de la tasa de política monetaria como la contemplada en nuestro escenario base.

Por último, existen otras fuentes de incertidumbre que se relacionan con las mediciones de brechas de capacidad, las que se han mencionado en otras oportunidades, y por las que el Banco Central ha decidido esperar a contar con cifras con base 2003 para revisarlas a fondo, por lo tanto, no sorprende que el mercado proyecte hoy una inflación superior a la contemplada en nuestro escenario central. Manifiesta el señor Consejero que la suma de estos antecedentes le inclina a pensar que el escenario central enfrenta un riesgo relevante que la inflación efectiva se encuentra por encima de lo proyectado y lo lleva a considerar que el riesgo de equivocarse, si se adopta la decisión de bajar la tasa de política monetaria es mayor que aquél implícito en la mantención de ésta. Considera el señor Desormeaux que la decisión más prudente con la información disponible hoy es la mantención de la tasa de política monetaria, en espera de mayores antecedentes que permitan dimensionar mejor los riesgos envueltos. Cree que la preparación del Informe de Política Monetaria de mayo será una buena oportunidad para avanzar en esta dirección, lo que no significa descartar una posible rebaja futura de tasa, si los antecedentes que se acumulan así lo aconsejan. Indica el señor Desormeaux que ello debe quedar reflejado también en nuestro Comunicado posterior a esta reunión.

Por las razones señaladas vota por mantener la tasa de política monetaria en 5,0%.

El Vicepresidente señor José De Gregorio señala que la presentación que ha hecho la Gerencia de División Estudios hoy, ratifica la validez de nuestro escenario central, lo que implicaría que de mantenerse sería necesaria al menos una baja en la tasa de política monetaria de 25 puntos base. Esto es, sin duda, lo que explica que en un principio y luego de la publicación de la última Minuta, el mercado internalizara el hecho que la baja de enero no fue una decisión aislada, lo que generó un grado inusual de incertidumbre respecto del sesgo de la política monetaria.

Manifiesta el señor Vicepresidente que a su juicio, la decisión que se enfrenta y tal como se discutió en la mañana, el Comunicado que refleje la discusión de ahora influirá de manera muy importante en la evaluación que se haga de los riesgos respecto a nuestro escenario base. De existir riesgos adicionales y sesgados hacia una mayor inflación, sería recomendable la mantención de la tasa de política monetaria. Sin embargo, señala el señor Vicepresidente, su evaluación es que estos riesgos no son de una magnitud significativa que sugieran desviarnos de la estrategia de política monetaria implícita en nuestro escenario base y mantener la tasa de política monetaria.

Manifiesta el señor Vicepresidente, que vale la pena revisar el escenario internacional y solo se enfocará en los riesgos que se han discutido y los que le parecen los más relevantes y significativos de desviación. En términos de la actividad internacional, el escenario en lo grueso es igual al del mes de enero. Sin embargo, las recientes turbulencias financieras apuntan a un aumento de algunos riesgos, lo que indica que se podría estar configurando un escenario de debilidad de la economía mundial mayor al previsto y si a esto se agregan noticias no muy benignas en la inflación de los Estados Unidos de América, podría significar que el espacio para el relajamiento de la tasa de la *Fed* sea aminorado. Esta

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 105
Política Monetaria
15.03.2007 29.-

conducta de la política monetaria de Estados Unidos puede agregar, y no se puede descartar, que sea la causa de las fuertes turbulencias financieras que se han vivido recientemente.

Expresa el señor Vicepresidente que las implicancias respecto a nuestra política monetaria son variadas. Dependiendo de lo que ocurra con los precios de los activos, en la medida que ésta ha estado circunscrita a las bolsas y a los mercados de renta fija en los países desarrollados y economías emergentes, la evidencia apuntaría a mayores razones para bajar la tasa de política monetaria y en la medida que las turbulencias puedan causar una depreciación excesiva del peso, se podría concluir que la recomendación adecuada sería cautela y mantener la tasa de política monetaria.

Señala el señor Vicepresidente que esta semana se ha observado una tenue apreciación del peso y nada indica que la transmisión de las turbulencias actuales pueda impactar de manera significativa en la paridad de nuestra moneda con su consecuente impacto inflacionario. Por lo tanto, indica que los riesgos apuntarían a que no hay razones para esperar un ajuste en la tasa de política monetaria.

En el ámbito interno existen riesgos en diferentes direcciones lo que indicaría algún sesgo específico. Efectivamente y tal como se esperaba, en enero hubo una sorpresa en la inflación subyacente que fue en gran parte puntual. Indica que a los riesgos inflacionarios se agrega un registro más elevado a lo esperado en el índice de remuneraciones, aunque los costos laborales siguen un ritmo acotado.

Por otra parte, manifiesta el señor Vicepresidente que viniendo del escenario externo el impacto de alza de precios de algunos commodities, aunque con potencial impacto en los registros del IPC, revela un desvío del escenario base importante. Sin embargo, estos riesgos deberán ser monitoreados con mucho cuidado. Indica que también existen riesgos que apuntarían en la dirección opuesta y que en el margen se ha observado cierta desaceleración puntual en la creación de empleo y posible PIB para el primer semestre, algo por debajo de nuestro escenario base, con sus consecuencias inflacionarias.

A su juicio, lo más probable, es que si no bajamos la tasa hoy lo deberemos hacer en los meses venideros y no ve razones que le sugieran que esta segunda opción es preferible. En particular, dado que en los siguientes meses se observarán inflaciones bastante bajas, pero por sobre todo, por debajo de las expectativas de mercado, aunque en el horizonte de política los precios de los mercados financieros estarían proyectando una inflación algo por debajo de la meta, no así en el corto plazo.

El señor Vicepresidente estima que al bajar la tasa en esta reunión se podría mantener un sesgo neutral de la política monetaria, dado que el *IPoM* contemplaba una reducción de tasa entre 50 y 75 puntos base y el que sin duda revisaremos con más detalle en la preparación de nuestro próximo Informe de Política Monetaria.

Por estas razones, su voto es por bajar la tasa de política monetaria en 25 puntos base y anunciar un sesgo neutral para la política monetaria. En todo caso, en caso que se decidiera mantener la tasa de política monetaria, dado que no está claro, cree que en orden a ser coherente con nuestro escenario base, se debería sesgar la política monetaria hacia un relajo, algo que además es coherente con el tenor de la discusión que hay que esperar para reunir mayores antecedentes antes de decidir una nueva baja de tasa.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 105
Política Monetaria
15.03.2007 30.-

El Presidente señor Vittorio Corbo, agradece al staff el análisis de los acontecimientos ocurridos desde la última Reunión de Política Monetaria.

Señala el Presidente señor Corbo que el escenario externo continúa favorable en cuanto a actividad, especialmente por la fortaleza que muestra la zona euro y Japón, pero han surgido riesgos a la baja en el crecimiento y al alza en la inflación de Estados Unidos de América y turbulencias en los mercados financieros internacionales, estas últimas alimentadas por problemas en los mercados de hipotecas de menor clasificación de riesgo y por el aumento de los riesgos a la baja en el crecimiento de Estados Unidos de América. Indica el señor Corbo que la volatilidad ha afectado el precio de acciones, paridades cambiarias, tasas de interés de largo plazo y mercados hipotecarios y de derivados de crédito tanto en países industriales como emergentes. Indica que estos efectos en los mercados financieros chilenos han sido acotados y lo más probable es que esta volatilidad siga presente hasta que no se disipen las dudas sobre el curso futuro de la actividad económica en Estados Unidos de América y sobre los efectos que terminen teniendo los problemas en el mercado de hipotecas de más riesgo en los mercados hipotecarios, financieros y de la vivienda. Agrega que, en contraste, el precio del cobre repunta.

En el frente interno, la actividad económica de enero estuvo, a grandes rasgos, en línea con las proyecciones del último *IPoM* y la sorpresa inflacionaria de enero en el *IPCX1* no se repitió, pero tampoco se revirtió. Así, el escenario central del *IPoM* se mantiene vigente.

Sin embargo, el señor Corbo señala que desde el *IPoM* han surgido una serie de noticias que le imponen un sesgo al alza a las proyecciones de inflación del escenario central de ese informe:

- (1) un aumento sostenido en el índice de remuneraciones del INE, el que muestra variaciones en 12 meses cercanas al 6%, remuneraciones reales de la ACHS que crecen en torno al 3% anual; precios de no-transables y de servicios creciendo sobre el 5% en 12 meses; y, precios de transables y de bienes creciendo levemente sobre 0%. Esta dinámica de remuneraciones y precios es consistente con cifras de un mercado laboral más estrecho. Sin embargo, las cifras de costos de la mano de obra se mantienen relativamente estables.
- (2) crédito retomó tendencia al alza, esta vez empujado principalmente por créditos a empresas.
- (3) repunte en precios internacionales de productos primarios de origen agrícola, trigo, aceites y otros, con potenciales efectos en los precios a los consumidores internos.
- (4) precios del petróleo algo por encima de lo proyectado en el *IPoM*.

En paralelo, indica el señor Corbo que el programa de estímulo a la inversión y al crecimiento recientemente anunciado por el Ejecutivo, debiera fortalecer la demanda interna y el crecimiento.

En actividad, la revisión de cuentas nacionales va a permitir reevaluar el estado en que se encuentra la economía y en particular, la magnitud de la brecha del producto y sus implicancias sobre inflación proyectada.

24



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 105
Política Monetaria
15.03.2007 31.-

En estas circunstancias, manifiesta el señor Presidente, lo más prudente es dilucidar la dirección final que terminen teniendo los desarrollos en los mercados financieros internacionales y las implicancias de esos desarrollos y de las noticias en el frente inflacionario interno para la inflación proyectada, antes de decidir si es aconsejable retomar el curso de política, considerado como más probable en enero, curso este último que aún es parte de nuestro escenario central.

Por lo anterior su voto es por mantener la tasa de política monetaria en 5%.

En mérito de lo anterior, el Consejo adopta el siguiente Acuerdo:

105-01-070315 – Tasa de Política Monetaria.

En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 5% anual.

Comunicado

- “ En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 5% anual.

El escenario externo relevante para la economía chilena continúa favorable, a pesar de la mayor volatilidad y los ajustes de los precios de distintos activos observados en los mercados financieros internacionales. Esto último ha tenido consecuencias menores en el mercado financiero interno. El crecimiento mundial sigue elevado, el precio del cobre ha vuelto a aumentar por encima de lo contemplado en el escenario central del último *Informe de Política Monetaria*, y el precio del petróleo se ubica algo por sobre lo proyectado.

La información disponible es coherente con un aumento gradual del dinamismo de la actividad interna, en línea con lo previsto en el último *Informe*. Las medidas recientemente anunciadas por el Gobierno apoyan este panorama. El empleo asalariado continúa aumentando, con una intensidad algo menor que en meses pasados. Las condiciones financieras internas se muestran más favorables que en meses anteriores.

Más allá de cambios en el nivel de precios resultantes de la puesta en marcha del Plan Transantiago, las medidas de inflación anual del IPC y del IPCX (que excluye combustibles y perecibles) evolucionan de acuerdo con lo proyectado en el último *Informe*. En tanto, la inflación anual del IPCX1 (que además excluye algunos servicios regulados y otros bienes), que ha estado algo por encima de lo proyectado, se ha moderado en el último mes. Medidas alternativas de la tendencia inflacionaria han tenido evoluciones mixtas. Pese a que los costos laborales siguen contenidos y las expectativas de inflación de largo plazo se mantienen ancladas en torno a 3%, se observa un aumento en el crecimiento de algunos indicadores salariales.

hp



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 105
Política Monetaria
15.03.2007 32.-

El Consejo reafirma su compromiso de conducir la política monetaria de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política. Esto implica que, de atenuarse los riesgos inflacionarios y consolidarse el escenario central del último *Informe de Política Monetaria*, en los meses siguientes podría requerirse un impulso monetario algo mayor."

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 18:00 horas.

JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Vicepresidente

VITTORIO CORBO LIOI
Presidente

MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Consejero

ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero

ANDRÉS VELASCO BRAÑES
Ministro de Hacienda

JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR
Ministro de Fe Subrogante

hp