



ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION DE POLITICA MONETARIA N° 81
celebrada el 11 de agosto de 2005

En Santiago de Chile, a 11 de agosto de 2005, 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 doña María Elena Ovalle Molina, don Jorge Desormeaux Jiménez y don Manuel Marfán Lewis.

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

Asisten también:

Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Angel Nacrur Gazali;
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;
Gerente de División Política Financiera, don Luis Óscar Herrera Barriga;
Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic Marinovic;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva;
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;
Gerente de Información e Investigación Estadística,
don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Comunicaciones, don Eduardo Arriagada Cardini;
Asesora Macroeconómica del Ministerio de Hacienda,
doña Bernardita Piedrabuena Keymer
Jefe Departamento Análisis de Coyuntura, don Enrique Orellana Cifuentes; y
Secretario General, don Jorge Court Larenas.

I. Fecha Sesión de Política Monetaria del mes de febrero de 2006.

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de febrero de 2006, para el día 9 de ese mes.

II. Exposición.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García, en relación con el análisis de los desarrollos económicos y financieros recientes, señala lo siguiente:

La actividad económica y la demanda continúan en una fase de expansión, mostrando una fortaleza mayor a la prevista en mayo. Ésta se aprecia en el dinamismo de la industria, la construcción y el comercio. Por el lado de la demanda, se ha mantenido el intenso crecimiento de la inversión, a la vez que el empuje del consumo gradualmente se establece de la mano de mejores condiciones en el mercado laboral. En ello han incidido las favorables condiciones globales y el apoyo de la política monetaria expansiva en un marco de políticas macroeconómicas coherente. Los principales riesgos negativos del escenario interno



identificados en el IPoM anterior se han ido disipando, concretándose los riesgos de un mayor precio del petróleo y una mayor expansión de la formación de capital.

Hace presente el señor García, que aunque la tendencia inflacionaria ha aumentado gradualmente en los últimos meses y en línea con lo previsto, los mayores precios del petróleo y alzas en tarifas de servicios públicos han elevado la inflación del IPC hacia 3% antes de lo esperado, esperándose que llegue a cifras en torno a 4% durante algunos meses del primer trimestre del próximo año. La incidencia en la inflación subyacente de estos *shocks* y del mayor cierre de holguras se compensa parcialmente por la evolución que han tenido los costos laborales y el tipo de cambio. En este cuadro, y considerando que la tasa de interés de política monetaria continúa aumentando hacia un nivel más neutral, se contempla que este aumento de la inflación sea transitorio, disminuyendo con posterioridad hacia el centro del rango meta.

Agrega que, en el entorno externo, los precios de *commodities* han presentado alzas significativas, asociadas principalmente a una fuerte demanda, en un contexto donde la respuesta de la oferta ha sido insuficiente debido a limitaciones de capacidad. En el caso del petróleo, se suma la preocupación del mercado respecto de la capacidad de la industria para constituir inventarios de productos destilados, así como de un recrudecimiento de los riesgos geopolíticos, lo que ha elevado las expectativas de los precios incluso para plazos largos. En el mercado del cobre, en tanto, el sostenido dinamismo de la demanda, especialmente de China, y la insuficiente respuesta de la oferta, han continuado reduciendo los inventarios, actualmente en mínimos históricos. La trayectoria futura de los precios contempla un descenso mayor y más rápido en el caso del cobre que en el del petróleo, dando cuenta de una expansión de la oferta que considera la entrada en operación de fundiciones en la segunda mitad de 2005 y ampliaciones de capacidad hacia el 2007. Los precios de otros productos básicos de exportación muestran una tendencia mixta, con incrementos en el caso de la harina de pescado y el molibdeno, y caídas en la celulosa.

A pesar del mayor precio del petróleo, el escenario externo continúa siendo favorable para la economía chilena. Los términos de intercambio presentarán un nuevo incremento este año, mientras el crecimiento de los Estados Unidos de América se ha consolidado y en Asia se muestra más dinámico, impulsado por el mayor crecimiento esperado para China y Japón. Lo anterior compensa la debilidad, mayor que la prevista, de la economía europea. Con todo, el crecimiento de los socios comerciales se mantendrá elevado el 2005 y el 2006, aunque será inferior a la extraordinaria expansión observada el 2004. Adicionalmente, el entorno financiero que enfrentan las economías emergentes sigue siendo ventajoso. Aunque se contempla que Estados Unidos de América acelere algo su proceso de normalización de su política monetaria, las tasas de largo plazo y los *spreads* crediticios se ubican en niveles similares a los de mayo pasado.

Por otra parte, hace presente el señor García, que en Chile, la expansividad de la política monetaria ha disminuido paulatinamente, lo que se aprecia en el incremento de la TPM, en el aumento de las tasas de interés de los créditos bancarios a personas y empresas y en una expansión del crédito a personas más lenta que a fines del año pasado. Sin embargo, esta expansividad sigue siendo considerable, gracias a que las tasas de interés de los bonos reajustables de largo plazo siguen bajas, mientras el crecimiento del crédito comercial y de los agregados monetarios más amplios se mantiene elevado. Asimismo, el uso de fuentes de financiamiento corporativo no bancario sigue revelando las buenas condiciones que enfrentan las empresas. La emisión de bonos corporativos acumulada a julio es 30% superior a la del año pasado a igual fecha, y los indicadores bursátiles nacionales registran máximos históricos.

43



En las últimas semanas el tipo de cambio ha sufrido una apreciación relevante, ubicándose en niveles que son del orden de 5% inferiores a los vigentes al cierre del IPoM de mayo. El tipo de cambio real, por su parte, también ha disminuido, situándose en niveles 6% menores a los de esa fecha. Tras ello probablemente se encuentra que el escenario actual de términos del intercambio para este año y el próximo es apreciablemente más positivo que algunos meses atrás, lo que es indicativo de que las expectativas que la apreciación real reciente sea relativamente persistente. No se apreciaron movimientos de paridades internacionales o diferenciales de tasas de interés interna y externa que expliquen la valoración del peso *vis-à-vis* el dólar o en términos multilaterales. La velocidad de esta apreciación, luego de varios meses de estabilidad de la moneda, sí puede haberse visto exacerbada por factores técnicos inherentes al funcionamiento del mercado cambiario.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señala, que la información reciente indica que el consumo sigue creciendo más que el producto, dentro de lo previsto. Esto ocurre en un contexto en que las condiciones financieras que enfrentan los hogares continúan favorables, el empleo se fortalece y las expectativas muestran una mejoría en el margen, a pesar del mayor precio de los combustibles. La formación de capital fijo sigue sorprendiendo con un dinamismo más allá de lo esperado, en particular en lo referido al componente de maquinaria y equipos. Esta evolución ha estado apoyada por los buenos resultados y expectativas de las empresas, el entorno financiero proclive a la financiación de proyectos y el agotamiento de las holguras de capacidad. La acumulación de existencias ha dejado de acelerarse, acotando el riesgo de un ajuste abrupto de este componente del gasto en los trimestres venideros. Por otra parte, la revisión de los parámetros para la regla de superávit estructural permitirá un mayor impulso del gasto público en el 2006.

Las exportaciones de bienes y servicios en moneda constante presentaron en el primer semestre de este año una expansión anual algo superior al crecimiento del PIB. Aunque esta cifra es inferior a la de años recientes, ha sido mayor que la prevista, y es reflejo de mayores envíos industriales y agrícolas que más que compensaron la caída del volumen de exportaciones mineras. El volumen importado, en tanto, refleja la fuerte expansión de las importaciones de bienes de capital e intermedios y la atenuación de las internaciones de bienes de consumo, mostrando en su conjunto variaciones anuales elevadas, por sobre el 20%, pero algo inferiores a las previstas hace algunos meses. La balanza comercial en dólares corrientes seguirá mostrando un saldo significativamente superavitario, superior a los US\$ 9.000 millones para este año, pero sin incrementos adicionales.

En el segundo trimestre la actividad mantuvo una expansión superior al 6%. Desde la perspectiva sectorial, en el trimestre comercio y construcción continuaron con una fuerte expansión, reflejando el crecimiento de la demanda interna, mientras que la industria mostró elevadas tasas de crecimiento anual, especialmente en los sectores que destinan su producción al mercado externo y al consumo interno. Aunque la evolución de los sectores ligados a recursos naturales fue mixta, ha destacado el crecimiento de la generación hidroeléctrica y la menor restricción de gas natural, que incidieron significativamente en los mejores resultados del sector energético. En particular, el actual nivel de las restricciones de gas natural equivale a cerca del 30% de los vigentes en abril, momento en que alcanzó su *peak*. Esto despeja un riesgo relevante para el corto plazo identificado en mayo.

El mercado laboral ha evolucionado acorde con el favorable marco macroeconómico general, y la tasa de desocupación, controlando por factores estacionales, ha descendido con rapidez, gracias a que el empleo ha continuado fortaleciéndose. La dinámica de la ocupación ha seguido el patrón sectorial, caracterizado por el dinamismo de los sectores comercio, construcción y servicios. El empleo industrial, por su parte, luego de la fuerte caída del primer trimestre, se ha recuperado. La tasa de participación laboral a nivel agregado se estabilizó

H
Se.



durante el segundo trimestre, principalmente por el comportamiento de la participación de hombres. Por su parte, la participación femenina sigue aumentando, pero de manera bastante más moderada que durante el 2004, y la participación de los jóvenes ha retomado su tendencia más secular hacia disminuir.

Por el lado de la capacidad productiva, se estima una ligera aceleración de su crecimiento, hasta algo por encima de 5% anual en el 2006. En todo caso, ello no evita que las holguras se hayan tendido a cerrar algo más rápido que lo previsto en el IPoM anterior, esperándose que se copen completamente hacia mediados de 2007.

La suma de antecedentes indica que el crecimiento de la economía durante este año se ubicaría entre 6% y 6,5%, por encima de lo previsto hace algunos meses. La composición de este crecimiento debería reflejar la creciente preponderancia de los sectores no transables, junto con un mayor dinamismo de la demanda interna, particularmente del consumo. Hacia el 2006, estas tendencias deberían asentarse, lo que, en un entorno de desaceleración suave de la economía mundial y normalización del impulso macroeconómico en Chile y el mundo, es coherente con una expansión del PIB de 5¼%-6¼%.

Asimismo indica, que el desenvolvimiento de la economía chilena durante el actual ciclo expansivo se caracteriza entonces por una etapa inicial de repunte de la inversión y de las exportaciones durante el 2003 y el 2004, con una cuenta corriente significativamente superavitaria, para luego pasar a un escenario de mayor expansión de los sectores no transables y del consumo, junto con un movimiento paulatino de la cuenta corriente hacia una situación deficitaria. En la medida que el panorama de condiciones externas favorable se ha tornado más persistente, esta transición se ha visto acompañada por un fortalecimiento del peso en términos reales. Tomando debida cuenta de los grados de incertidumbre existentes, se considera como supuesto metodológico para las proyecciones que el tipo de cambio real en un plazo largo se ubicará cerca de los niveles que se han observado en promedio durante las últimas dos semanas.

Por su parte, la inflación del IPC en los meses recientes se ha visto afectada especialmente por el mayor precio externo de los combustibles, incrementos en tarifas y en precios de bienes perecederos. La inflación subyacente del IPCX1, en cambio, ha seguido una trayectoria similar a la prevista y las distintas medidas de la tendencia inflacionaria exhiben un aumento gradual en los últimos meses desde niveles reducidos. Los mayores registros inflacionarios recientes no han tenido hasta ahora efectos muy persistentes en las medidas de expectativas de inflación privadas, las que se han mantenido en torno a 3% para plazos de un año y más.

Señala el señor García, que aunque es esperable que la trayectoria subyacente de la inflación sea eventualmente influenciada por el cierre más rápido de las holguras y el mayor precio de los combustibles, la magnitud de esta aceleración debe evaluarse con cuidado. Los principales indicadores de inflación subyacente siguen incrementándose de manera bastante más gradual que la proyectada un año atrás o antes, lo que resulta aun más sorprendente si se considera que, en general, las novedades en el último año y medio han tenido un sesgo inflacionario, como el mayor crecimiento y el alza en el precio del petróleo. Desde un punto de vista más global, a pesar que se ha observado un aumento del precio internacional del petróleo muy sustancial desde 1999, sus efectos inflacionarios indirectos han sido menores que los inicialmente previstos.

HP
Jc



Esta situación probablemente refleja que la economía ha podido acomodar movimientos muy persistentes en precios clave, como el del petróleo, sin generar rebrotes inflacionarios de magnitud considerable. Específicamente en la actual coyuntura se estima que la reacción de los salarios nominales y reales al actual escenario de repunte cíclico ha sido particularmente tenue, permitiendo así una trayectoria de costos laborales unitarios acotada y, por lo tanto, un acomodo parcial de la mayor inflación producida por el alza del precio del petróleo. Las causas últimas de lo anterior son difíciles de precisar, pudiendo estar relacionadas con una mayor incidencia de las holguras en la formación de precios, trayectorias acotadas de precios al productor, mayor grado de competencia externa y la misma credibilidad en la meta de inflación, la que ha mantenido las expectativas inflacionarias firmemente ancladas en torno a 3%.

Señala también el señor Gerente, que suponiendo que este tipo de circunstancias prevalece en el horizonte de proyección, el aumento de la inflación anual del IPC, que probablemente se ubique en torno a 4% hacia fines de este año y principios del próximo, debiera ser un fenómeno transitorio, no incidiendo de manera muy significativa en una aceleración adicional de la inflación subyacente. La inflación del IPCX1 debería seguir incrementándose, ubicándose en torno a 3,5% anual en el curso de 2006 y parte de 2007, para luego converger hacia el centro del rango meta. Una dinámica similar de los precios se observó a principios de 2000 y de 2003, cuando los importantes incrementos del precio del petróleo afectaron de manera transitoria la inflación del IPC.

Este cuadro macroeconómico es coherente con una progresiva normalización del actual estímulo monetario. Este proceso es un ingrediente central del panorama de proyecciones, permitiendo justamente que el proceso de convergencia de la inflación hacia el 3% no se vea perturbado por una propagación indeseada del mayor precio del petróleo y el progresivo cierre de holguras de capacidad.

El señor García indica, que al igual que en mayo, los principales riesgos asociados a la economía mundial tienen relación con el precio del petróleo. Por un lado, existe la posibilidad de que su impacto sobre crecimiento mundial e inflación sea mayor que el previsto, implicando con ello un menor impulso externo. Por otro, es posible que este precio sea sustancialmente distinto del considerado. Persiste también el riesgo de que los ajustes de las cuentas corrientes, tasas de interés y monedas de la principales zonas económicas sean abruptos, en especial de Estados Unidos de América., afectando la dinámica de la actividad mundial e introduciendo incertidumbre en los mercados financieros. Asimismo, se mantiene el riesgo de una aceleración del proceso de normalización de tasas de interés de esa economía.

Señala también, que internamente no se descarta que, al igual que lo hasta ahora observado, la inversión fija en capital siga mostrando por más trimestres la intensa reacción que ha tenido a las favorables condiciones macroeconómicas. Por otro lado, se estima que hasta ahora la reducción de la jornada laboral no ha tenido un efecto perceptible sobre la inflación, aunque no se descarta que a futuro esta evaluación cambie hacia un acento más inflacionario. Además, aún queda por dilucidar el traspaso efectivo que tendrán sobre la inflación subyacente los distintos aumentos de precios específicos que se han verificado últimamente. En particular, existe el riesgo de que su efecto sobre la inflación de mediano plazo sea mayor, situación que tiene especial importancia considerando que pueden existir traspasos mayores en la medida que el ciclo económico esté más avanzado. Por el lado contrario, también es posible que la inflación subyacente no dé cuenta de la aceleración supuesta en los próximos meses. Finalmente, respecto del gas natural, el nivel de incertidumbre de las futuras restricciones del insumo argentino y la imposibilidad de prever el comportamiento de los siguientes años hidrológicos, hace necesario evaluar la capacidad de respuesta del sistema eléctrico respecto a los incrementos de la demanda previstos. Un análisis de las inversiones proyectadas para el período 2006-2008 indica que el incremento de la demanda esperada estaría cubierto con los

hp
5e.



proyectos de inversión programados, apreciándose una holgura entre la capacidad real de respuesta del sistema y la demanda máxima esperada anualmente.

El Presidente ofrece la palabra para comentarios.

Con relación a la exposición del Gerente de Análisis Macroeconómico, sobre los desarrollos económicos recientes, el Ministro de Hacienda, señor Nicolás Eyzaguirre consulta sobre el rango previsto para el crecimiento del PIB durante el año 2005. Luego de un intercambio de opiniones sobre el particular entre los Consejeros y algunos participantes en la Sesión, se indica que dicha cifra preliminarmente estaría en torno a 6,2%.

En cuanto al escenario internacional y especialmente el alza del precio del cobre y el petróleo, el Gerente de División Internacional, señor Esteban Jadresic, destaca que en la semana se han producido records importantes en los precios del cobre y del petróleo. Señala además que, en el caso del spread soberano de la deuda, también se ha alcanzado el mínimo histórico. Estima el señor Jadresic, que se trata de una situación que por una parte debe interpretarse como que continúa el escenario favorable para la economía, pero por otro lado también es una situación bastante excepcional en términos históricos y, en consecuencia, existe la posibilidad de que no se sostenga en el tiempo. Agrega el señor Jadresic que la percepción del mercado no es igual respecto del precio del petróleo que el del cobre, ya que se cree que este último caerá más rápido que lo esperado respecto del petróleo, el cual se mantendría de manera más persistente.

El Presidente señor Vittorio Corbo, en relación a la coyuntura internacional comenta que la situación de los Estados Unidos de América es sólida; la de Europa se recupera en el margen; la situación financiera se encuentra estable, y que la gran preocupación sigue siendo el precio de los commodities. Agrega, que no ha sido posible explicar la razón por el cual sigue en alza y, en consecuencia, ya no se menciona que va a caer sino que se va a mantenerse. Por tal motivo, el petróleo se ve mucho más plano hacia el futuro, en cambio en el caso del cobre hay elementos objetivos que permiten pensar en una corrección en su precio.

El Consejero señor Jorge Desormeaux señala, que si el diagnóstico del Banco es que el precio de los commodities ha llegado a ese nivel, fundamentalmente, por el dinamismo de la economía mundial, ninguna de las razones que hemos visto en esta reunión indica que ese dinamismo vaya a terminar en un plazo cercano. Al contrario, pareciera que ese factor por lo menos en el futuro más inmediato y a lo menos este año y el próximo constituye un dato. Agrega que, en su opinión, las sorpresas se van a presentar por el lado de la oferta, que en el caso del petróleo se sabe que no existirá mayor oferta adicional, y el riesgo más bien es que se presenten problemas de oferta. En el caso del cobre por el contrario, piensa que la oferta sí ayudará a moderar el precio.

El señor Ministro de Hacienda hace presente que, en concordancia con lo que ha expresado el Consejero señor Desormeaux, le parece que lo que está detrás de las curvas de futuro es fundamentalmente la presión que ejerce el mercado sobre las potencialidades de expansión de la oferta, presentándose mayor velocidad en el ajuste del cobre que en el caso del petróleo y que también existen distintas evaluaciones del consumo, en el sentido que



resulta posible que hayan más sustituciones del cobre que del petróleo. Agrega, que sucede predominantemente por el lado de la reacción de la oferta o porque se prevee que la elasticidad del consumo de la demanda de cobre y petróleo son distintas.

Ante el comentario del señor Ministro, el señor Esteban Jadresic señala, que esa es la visión que predomina en los mercados de los analistas y que constituye una capacidad de respuesta a la oferta en el caso del cobre mayor que en el caso del petróleo. Estima, que para el futuro cercano se espera la entrada en operación de fundiciones que han sido problemáticas en la producción de cobre refinado, que debieran ayudar a distender las presiones en el mercado y, para el futuro, destaca la puesta en marcha de expansiones de minas que ampliarán la capacidad de producción y permitirán generar una mayor oferta para satisfacer un consumo que cree persistirá en el tiempo. Indica, que en el caso del petróleo en cambio existen muchas dudas y menos información consistente sobre la capacidad de la oferta para reaccionar a esta fuerte demanda, en plazos no sólo de meses sino de años, a lo cual se agregan premios por incertidumbre y riesgos que inciden en el precio que se está proyectando en el largo plazo.

El señor Ministro comenta respecto de la situación de la oferta de molibdeno, ya que existiría una cifra de exportación de ese mineral de alrededor de 4.000 millones de dólares. El Gerente de Análisis Internacional, señor Lehmann, en respuesta a lo señalado por el señor Ministro, expresa que el consumo de molibdeno ha sido asociado fundamentalmente a la inversión de infraestructura en China, ya que entiende que está asociado al acero, cuya demanda ha crecido fuertemente y se espera que dicha situación se mantenga en la medida que China continúe su sólido crecimiento.

El señor Ministro consulta si existe alguna información sobre la expansión de la demanda del molibdeno. El señor Sergio Lehmann señala que ésta va de la mano con el cobre ya que es casi un subproducto de esa minería, y en ese sentido indica que también se va a producir una expansión en la medida que los yacimientos mineros entren en explotación.

El Consejero señor Marfán indica, que la información que ha obtenido de la prensa, se desprende que los tres principales productores del referido metal son Chile, Estados Unidos de América y China, sin embargo, en el caso de este último la producción de molibdeno tiene problemas graves de riesgo en su producción y esa sería la razón por la cual han cerrado también sus plantas y no se espera que ellas se reabran, lo que implica un cambio permanente en la oferta. Señala el señor Consejero que de todos modos los precios se han multiplicado por diez y por ello estima que no hay que preocuparse habitualmente del tema, pero cuando se trata de cambios de esa naturaleza en un plazo de tres o cuatro años vale la pena observarlos. Por su parte, el señor Ministro de Hacienda estima que es conveniente investigar algo más este asunto y agrega que en todo caso no todo el cobre tiene molibdeno y no siempre éste se encuentra junto al cobre. En consecuencia, le parece que la capacidad de oferta está relacionada, pero no es una relación uno a uno. El señor Presidente expresa que el Banco también investigará este tema para la coyuntura interna, ya que podría ser más relevante que el asunto de los salmones.

El señor Ministro de Hacienda consulta, respecto a los mercados financieros, si existe alguna conjetura sobre si el efecto de las tasas externas tiende a ser más fuerte según el plazo respecto de las expectativas de curso de la TPM o es indiferente, o sólo influye la expectativa de la TPM. El señor García responde al Ministro que, al principio las tasas más largas son más sensibles a las tasas largas externas, pero es un tema simplemente de plazos.

4
De.



El señor Jadresic agrega respecto a este tema, que si se observa la evidencia el año 2000 hasta fines de 2004, la primera mitad de esa década, en promedio se observa una relación significativa de carácter estadístico entre la tasa interna y la externa para horizontes largos de cinco a diez años, con coeficiente de traspaso del orden de 0,5 o de asociación 0,5 para cada movimiento de un punto, entonces se está hablando de medio punto de las tasas internas. Señala que dicha relación para horizontes cortos, es decir papeles a noventa días, resulta muy incierta y difícil de estimar con un rango preciso, en consecuencia, dependiendo de las muestras y de los métodos que se utilicen se presentan relaciones cercanas a cero o a uno, por lo tanto, es difícil afirmar que existe un número o una correlación significativa entre ambas variables.

Por su parte el Vicepresidente señor De Gregorio, sobre el mismo tema hace presente que esa situación sucede simplemente en las tasas más largas. Estima que para que la diferencia sea mayor se debiera esperar cambios muy persistentes y bruscos en el tipo de cambio, por eso en el corto plazo es menor porque allí es donde el tipo de cambio tiene más movimiento que en una tasa de un papel a diez o veinte años.

Con respecto a las condiciones monetarias y financieras y, a los distintos agregados monetarios, el señor Ministro de Hacienda consulta si alguno de ellos muestra alguna correlación o capacidad anticipativa del gasto nominal o producto nominal. El señor Gerente de División Estudios don Rodrigo Valdés responde que los estudios con que cuenta el Banco no entrega dicha evidencia y la verdad es que la inflación es la que anticipa los agregados y la correlación con el gasto real que existía hace algún tiempo, se fue perdiendo y se cuenta con antecedentes que esa correlación se haya recuperado con mucha fuerza.

El Consejero señor Marfán, sobre la misma materia, señala que en todo caso entiende que la alta velocidad del M2A podría deberse a una alta sustitución de fondos mutuos con depósitos a plazo y, los primeros no están incluidos en la definición en cambio los depósitos a plazo si lo están, en consecuencia, si se presenta un traspaso desde fondos mutuos a depósitos a plazos, a lo mejor desde el punto de vista de comportamiento de los agentes no se produce un gran cambio y sencillamente es una sustitución de un activo por otro.

El Gerente de División Política Financiera, señor Luis Óscar Herrera estima que parte de ello vuelve al sistema financiero de manera que simplemente se agrega una capa de intermediación, pero en el último tiempo existe una parte que se ha desplazado a la Bolsa, a través de fondos mutuos, a ese tipo de instrumentos, con lo que se produce una sustitución afuera del sistema financiero.

Respecto a la demanda agregada y al escenario de crecimiento, el señor García señala que las ventas del comercio que informa el INE siguen aumentando su tasa de variación en doce meses, de hecho señala que el indicador promedio del INE para el último mes estaría creciendo alrededor del 10%. Señala que ha habido sorpresas positivas en particular en maquinarias y equipos con una trayectoria que no ha cesado desde fines de 2004. Agrega que existió alguna desaceleración en algunos momentos del primer trimestre pero ello ya se disipó y ha vuelto a crecer a tasas muy elevadas, que de hecho se encuentran nuevamente entre 50% y 100% anualizadas.



El Consejero señor Marfán, con respecto del nivel de los inventarios, consulta si con esa tasa estarían creciendo a nivel del PIB, por debajo o por sobre éste ya que estima que si se tiene un período de exceso de acumulación de inventario y después continúa alto pero no tanto, los inventarios se siguen acumulando. El señor García responde al señor Consejero que no existen estadísticas de stock de inventarios a nivel macroeconómico y de hecho no se conoce tampoco cual es la depreciación de éstos.

El Consejero señor Desormeaux consulta si se tiene algún conocimiento si el crecimiento de las importaciones de bienes de capital está asociada a proyectos específicos o si es generalizado. El señor García, respondiendo al señor Consejero, señala que la evidencia con que se cuenta es que este crecimiento de importaciones de bienes de capital es generalizado, o sea no es un elemento que esté asociado a algún proyecto en particular. El Gerente de División Estudios, señor Valdés señala que se trataría de material de transporte y proyectos ligados a la minería que están comenzando a expandirse.

El señor Ministro de Hacienda, ante comentarios de la prensa, consulta la opinión del señor Presidente del Banco y del Consejo, acerca del tema del tipo de cambio, la inflación, la política monetaria y la política fiscal. Es decir, primero si el tema cambiario es preocupante o no y segundo si lo fuera, cuál sería el curso de acción.

El señor Presidente responde al señor Ministro, que el Consejo está estudiando el tema con más detalle, teniendo presente siempre el objetivo de la meta de inflación. Agrega, que dentro de los precios relativos que se observan está también el tipo de cambio real, las tasas de interés y muchos otros precios relativos, también los movimientos de la Bolsa y los precios de activos. Señala también, que hasta ahora no se tiene mucha evidencia de que el tipo de cambio esté muy desanclado aunque hay elementos que lo pueden estar afectando en el corto plazo. Agrega que el Banco está operando con un sistema de cambio flexible, que es el marco de política que existe hoy día y no se considera que se requiera alterarlo. En consecuencia no se anticipan cambios en el esquema de política que sigue el Banco y cree que ello tiene que ver con condiciones fundamentales de nuestra economía. Sin embargo, señala que si se estimara que el tipo de cambio estuviese muy desalineado, el Consejo tendría que evaluar esa situación, pero ello no se ha discutido.

El señor Ministro de Hacienda, insistiendo sobre el tema señala, que existe una larga discusión en el último tiempo respecto si los bancos centrales deben preocuparse de algunos otros precios además del IPC, evidentemente dice que se refiere a los precios de activos y, entre ellos el corolario que son los precios de activos en dólares o en cualquier moneda. Ante la situación anterior consulta cuál sería la conducta del Banco: primero, no preocuparse; segundo, observarlos sin que necesariamente se intervenga sobre ellos; y si esta fuera la respuesta, cómo se observarían; en tercer lugar los observan y creen que hay espacio para que el Banco intervenga sobre ellos; y si es esta última alternativa, de qué modo.

El Vicepresidente señor De Gregorio estima que este es un tema en que no existe una posición para cada una de estas situaciones. Lo que sí cree está claro es que hay un sistema de flotación en el cual se admite, basado en un esquema de metas de inflación, que existe la posibilidad de pensar en alguna medida si se presentan circunstancias que puedan producir problemas tanto en el ambiente inflacionario como financiero que puedan ser



significativos. Agrega que los niveles o cómo de estas medidas se hacen va a depender del juicio de todo el Consejo.

El Consejero señor Marfán hace presente sobre este tema, que lo que sí institucionalmente hace el Banco es una serie de ejercicios que intentan saber más o menos entre que rangos estaría un tipo de cambio real de equilibrio de mediano y largo plazo. Agrega que es una discusión que él, en lo personal tiene algunas observaciones, pero hasta ahora se ha estado trabajando sobre la base de ese esquema. Le parece que cuando el tipo de cambio real está fuera de ese rango se supone que en el modelo, como supuesto de trabajo pero no como una promesa de intervención, va a volver paulatinamente dentro del rango en el horizonte de proyección. Por ejemplo indica que en algún momento, le parece que en el IPOM de enero pasado, el tipo de cambio estaba por sobre ese rango y por lo tanto, la frase que se usó fue que el supuesto de trabajo era que se esperaba una leve apreciación dentro del horizonte de proyección del tipo de cambio. Cuando está dentro del rango se supone que converge al mismo nivel observado en las últimas dos semanas. Agrega el señor Consejero, que se está hablando del tipo de cambio real y hasta ahora el tipo de cambio que se ha estado observando estaría dentro de ese rango, o sea no existiría ninguna razón, a su juicio, para pensar que estaría desalineado.

El Consejero señor Desormeaux hace presente que le gustaría comentar una discusión que observó el año pasado, sobre el tema de la intervención de bancos centrales en el caso de que los precios de activos estén desalineados. Señala que Stanley Fischer plantea que hay "asset nutters", o sea personas que piensan que los bancos centrales tienen que darle una importancia mayor a este tema, pero es una pequeña minoría dentro de la profesión. La posición de consenso hoy en día en la profesión es que cuando se tienen desequilibrios en los mercados de activos el mejor vehículo, el camino que uno debiera privilegiar, es la persuasión y la intervención como una situación de última instancia.

El Presidente, señor Vittorio Corbo, suspende la Sesión a las 13,10 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° 81.

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

El señor Gerente de División mencionado informa lo siguiente:

1. En la reunión de política monetaria de julio, el Consejo decidió aumentar la tasa de interés de política en 25 puntos base hasta un nivel de 3,5%. En la decisión se consideró que el crecimiento de la actividad seguía siendo superior a su tendencia y que, aunque la tendencia inflacionaria continuaba aumentando gradualmente, en línea con lo previsto, la inflación mensual del IPC era mayor que la proyectada en el último *Informe de Política Monetaria*, por la incidencia de varios *shocks* específicos. El principal cambio de lenguaje en la comunicación fue eliminar la anterior referencia a ajustes pausados de la tasa de política monetaria, mientras que en la minuta se estableció que era necesario contar con



más evidencia antes de plantear un cambio en la velocidad de normalización de la política monetaria.

2. Los antecedentes acumulados desde la última reunión muestran que los principales cambios identificados el mes pasado se han intensificado. En el lado externo los precios del petróleo y del cobre han vuelto a sorprender, ubicándose bastante por encima de lo anticipado. Además, en lo más coyuntural, hay varias señales coherentes con un empuje robusto de la actividad mundial.
3. En el lado interno, la actividad continúa expandiéndose por encima del crecimiento del PIB de tendencia, estimándose ahora un crecimiento de 6,5% para el segundo trimestre (en comparación con la proyección anterior de 6,4% y de 5,6% implícita en el IPoM), lo cual consolida la evaluación de que las holguras se están cerrando a un ritmo más rápido que el previsto en proyecciones anteriores. Esto ocurre en un cuadro en que las condiciones monetarias siguen siendo marcadamente expansivas, la formación de capital fijo crece con intensidad y el empleo continúa expandiéndose a tasas elevadas.
4. La inflación efectiva del IPC nuevamente superó las proyecciones, llegando a 3,1% en doce meses, y la proyección de inflación anual del IPC para los próximos meses ha vuelto a aumentar, principalmente por efectos del mayor precio de los combustibles. El IPCX1 fue marginalmente mayor al proyectado en la reunión anterior. La inflación anualizada promedio de IPCX e IPCX1 de los últimos tres meses llegó a 4,8% y 2,8%, respectivamente. Otras medidas de la tendencia inflacionaria han seguido aumentando de manera gradual, y ya se ubican cerca de los niveles de los años 2001 y 2002, cuando la inflación IPC promedio fue de 3%.
5. Las proyecciones en preparación para el próximo *Informe de Política Monetaria* incluyen un crecimiento de 6,2% y 5,6% para este año y el próximo. La inflación anual del IPC se proyecta en algo más de 4% hacia comienzos del 2006, para luego descender gradualmente hasta 3% a fines del horizonte de proyección. Estas proyecciones suponen que la tasa de política monetaria continúa aumentando y se aproxima a un promedio de 4,25% en el cuarto trimestre de este año y de 5,5% en el tercer trimestre del próximo año. En este cuadro, al menos por un tiempo, el ritmo de aumento de la tasa de política monetaria es algo mayor al de los últimos meses.
6. Con los antecedentes disponibles, las opciones relevantes para esta reunión son aumentar la tasa de política monetaria en 25 puntos base o bien en 50 puntos base.
7. Se puede descartar la opción de mantener la tasa de política monetaria, considerando que prácticamente todas las novedades apuntan hacia mayores presiones inflacionarias, lo que reafirma la necesidad de continuar normalizando la tasa de política monetaria.
8. Se podría justificar la opción de 50 puntos base como forma de adelantar los ajustes que se esperan para los próximos meses y así disminuir los riesgos de que la inflación se ubique sobre 3% de manera persistente. En efecto, mantener la expansividad de la política monetaria por mucho tiempo en un escenario de crecimiento fortalecido, hace más probable que se verifiquen efectos de segunda vuelta de los *shocks* de precios observados hasta ahora, o que el mismo proceso de copar las holguras imponga mayores presiones. Considerando conjuntamente que las medidas de la tendencia inflacionaria ya no están muy alejadas de valores coherentes con la meta y que la mayoría de las novedades apuntan hacia mayores presiones de precios —especialmente el nuevo escenario para el precio del petróleo y el progreso más rápido del cierre de holguras—, se concluye que el espacio para absorber nuevos *shocks* inflacionarios es menor que en el

4
3



pasado. Esto toma especial relevancia considerando que el escenario de proyecciones supone una propagación limitada de los recientes *shocks* de precios hacia la tendencia inflacionaria. Alternativamente, un incremento de 50 puntos base se puede justificar si se considera que el ritmo de normalización debe incrementarse de manera sustancial.

9. Sin embargo, también hay argumentos en contra de la opción de aumentar la tasa de política monetaria en 50 puntos base y, por lo tanto, a favor de un aumento de 25 puntos base. Primero, no es una medida estrictamente necesaria para lograr coherencia con el escenario central de proyecciones. En este escenario, aumentos más frecuentes de la tasa de política monetaria por 25 puntos base cada uno, parecen suficientes.
10. Segundo, aún hay bastante incertidumbre respecto de cuán persistente será el aumento reciente de la inflación subyacente IPCX1. El escenario de proyecciones supone que este aumento se prolonga por los próximos meses, algo que se podrá verificar en el corto plazo y por tanto tomarse en cuenta en las próximas reuniones. La trayectoria que han seguido hasta ahora los costos laborales unitarios, que continúan disminuyendo en términos anuales, puede favorecer un escenario de menores presiones. Lo mismo puede decirse de la apreciación del tipo de cambio nominal y real, que ha sido significativa en el último par de semanas.
11. Por último, un aumento de más de 25 puntos base parece innecesario en momentos en que las expectativas de inflación de mediano y largo plazo parecen bien ancladas en 3%, con una expectativa mayor solo hacia fines de este año (en 3,3%).
12. Finalmente, desde el punto de vista táctico, un aumento mayor que 25 puntos base sería mayoritariamente una sorpresa, algo alejado del escenario de normalización gradual que se ha intentado comunicar y que podría entenderse como reflejo de presiones inflacionarias sustanciales, sobre las cuales aún no hay evidencia suficiente. Por otro lado, es probable que un aumento de 50 puntos base tenga efectos en los precios de los activos (incluido el tipo de cambio), no así un aumento de 25 puntos base.

El Presidente, don Vittorio Corbo ofrece la palabra al señor Pablo García para que éste entregue la información solicitada por el señor Ministro en la reunión de la mañana. Al respecto, el señor García señala sobre que esa pregunta se refiere al PIB de productos naturales que se espera para este año. Sobre el particular, el señor García indica que se espera que este índice crezca 6,6% este año y el próximo lo haga 6% más, con lo cual en ambos años se tiene que el líder de recursos naturales estaría creciendo menos y en consecuencia el crecimiento proyecta un 6,2% y un 5,6%.

El Presidente ofrece la palabra para los comentarios de los participantes.

El Gerente de Análisis Internacional, señor Sergio Lehmann señala que la actividad económica ha tenido una trayectoria más elevada de lo que se preveía hace uno o dos meses atrás. En línea con ello y sumado con el precio más elevado de los combustibles de lo que se anticipaba hace algunos meses, se observa que la inflación ha estado algo más acelerada que lo esperado. Por otra parte, señala el señor Lehmann que respecto del precio del petróleo, si bien el escenario que se contempló para efectos de proyección de inflación incluye los acontecimientos más recientes de precios, los que han alcanzado records históricos para efectos de proyección, supone una reducción gradual asintótica en el escenario central. Sin embargo, no se puede descartar la posibilidad de que el precio del petróleo se mantenga

4
OC.



alto y no se produzca eventualmente esa aceleración. En consecuencia podrían producirse en el precio de los combustibles situaciones adicionales en los últimos meses, sin embargo en esta ocasión concordando con la Gerencia de División Estudios en el sentido que las alternativas son aumentar 25 ó 50 puntos base, le parece que es prudente continuar con una política de normalización gradual y, en este escenario lo más apropiado, en su opinión, sería aumentar la tasa de política monetaria en 25 puntos base.

El Gerente de Investigación Económica, señor Klaus Schmidt-Hebbel, señala que desde la reunión de política monetaria de julio se han producido significativas novedades internacionales e internas que, en términos netos, configuran el mejor escenario de condiciones exógenas que la economía chilena ha enfrentado en muchos años. Combinadas con el mejor marco de políticas macroeconómicas y financieras que este país ha sido capaz de adoptar en un siglo o más, estas óptimas condiciones llevan a un crecimiento de la demanda agregada, del producto y del empleo mayores a lo anticipado, con un cierre también más rápido de la brecha de producto de lo anticipado hace poco. Con ello se justifica una aceleración y/o intensificación de la normalización del carácter expansivo de la política monetaria. La tasa de política monetaria actual de 3,5% nominal es, en términos reales ex ante, cero o negativa en el horizonte de los siguientes meses, y está aún a 300 puntos base de lo que puede estimarse como su nivel neutral. En cambio, la brecha de producto está en torno a -0,5 o -1 punto porcentual y la brecha entre la tasa de desempleo nacional efectiva y la de promedio de largo plazo está quizás entre -1 y -2 puntos porcentuales. Más aún, el escenario base proyecta un cierre completo de la brecha, ocurriendo en algún momento durante el horizonte de política monetaria.

Las proyecciones de inflación también se han corregido hacia el alza, empujadas por el shock inesperadamente intenso y persistente del petróleo, no obstante la influencia moderadora de la apreciación cambiaria y la continuación del crecimiento negativo de los costos laborales unitarios.

A la luz de lo anterior, se justifican plenamente las dos opciones para la decisión de política monetaria de hoy. Un alza de 25 puntos base en la tasa de política monetaria parece ser el piso para la actual coyuntura, en que los shocks favorables de demanda (real) dominan ampliamente el shock de oferta, en la evolución del producto y de la inflación de mediano plazo (no la de corto plazo). Un alza de 50 puntos podría justificarse si se cumplieran cuatro condiciones: (i) la magnitud de los shocks favorables inesperados es muy intensa, (ii) una alta persistencia del nivel actual del precio del petróleo, sin reversión importante en el horizonte de política, (iii) un desanclaje de las expectativas inflacionarias de mediano y largo plazo, y (iv) una comprensión plena por el mercado del alza de 50 puntos base, después de muchos meses de comunicarse la necesidad de alzas pausadas y de actuación en que la gradualidad se aplicó como pausas en las alzas de 25 puntos base.

Como estas condiciones no se cumplen, y menos aún en forma copulativa, sugiere considerar un incremento de 25 puntos base. También sugiere, sin embargo, que se comunique al mercado que el ritmo actual de normalización se ha acelerado en forma importante, siendo probable que lo siga siendo en el futuro mediano.

El Gerente de División Política Financiera, señor Luis Oscar Herrera, señala que de los antecedentes presentados destaca los siguientes elementos: por el lado de actividad, un estrechamiento de las brechas de capacidad más rápido de lo esperado y por el lado de la inflación, una normalización de su tendencia algo más rápido de lo proyectado y, en el corto plazo, un shock transitorio como consecuencia del aumento en el precio de los combustibles.

H. C.



Hasta el momento, sin embargo, existe la tranquilidad de que las expectativas inflacionarias permanecen ancladas y la evolución reciente del tipo de cambio podría ayudar en este sentido, al menos compensando ciertos efectos transitorios de propagación.

Agrega el señor Herrera que ante este escenario, parece claro que la única opción es continuar reduciendo el impulso monetario en esta oportunidad. Respecto de la velocidad, cree que debe ser mayor que la que estaba implícita hace algunos meses, pero esta velocidad puede ser administrada tanto a través del tamaño de las dosis de ajuste de la tasa de política monetaria como de su frecuencia. Entre estas dos alternativas, se inclina por la segunda: aumentar la frecuencia de las correcciones, pero manteniendo el tamaño de la dosis de 25 puntos base. Estima que esta decisión sería coherente con la trayectoria reciente de decisiones de política monetaria, con la magnitud de las revisiones del escenario macro y con las expectativas de los mercados respecto de esta reunión.

El señor Ministro de Hacienda señala que durante este mes ha podido apreciar que después de 30 meses la inflación subyacente hace su ingreso a la banda y eso le parece importante tenerlo presente. Agrega que atendido que el IPC ha llegado finalmente al centro de la banda, cree que sería un poco más cauto en afirmar con tanta asertividad que se está claramente en un proceso ascendente de la inflación debido a un cierre más rápido de las holguras. Si bien es cierto resulta más aceptable decir que se está a 300 puntos de la tasa neutral y a uno del PIB tendencial, le parece que se requiere un poco más de cuestionamiento de las propias estimaciones, ya que no está seguro que la dinámica del IPC, que es 1%, sea de repente una dinámica de cierre de holguras.

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

El Consejero señor Manuel Marfán, agradece el análisis del staff, señala que la coyuntura actual es relativamente compleja de entender, el precio del petróleo y del cobre han alcanzado sus máximos históricos, con un efecto combinado que sigue siendo favorable al país. En el frente interno en tanto, señala el señor Consejero, todos los índices de inflación superaron marginalmente las proyecciones consideradas en la reunión de política monetaria anterior. En su opinión una parte de esa sorpresa inflacionaria se debe al aumento sorpresivo mayor al esperado del precio internacional del petróleo y otra parte se explica por un adelanto de inflación del segundo semestre que debiera tender a revertirse. En otro plano, la marcada apreciación reciente del peso debiera corregir las proyecciones a futuro y los costos laborales unitarios siguen estando contenidos. Con todo, la tendencia inflacionaria continúa elevándose y ya se ubica en el rango meta de política. Asimismo, su apreciación es que debiera acelerarse en el corto plazo la velocidad a la que debiera continuar normalizándose la política monetaria y en ese contexto coincide con la apreciación del staff en que las opciones a analizar este mes son las de elevar en veinticinco puntos base la política monetaria o en cincuenta puntos base. Sin que el juicio que va a exponer signifique un compromiso por su voto en el futuro, el Consejero señor Manuel Marfán señala que tiene la firme convicción que la mejor combinación en esta oportunidad es elevar la tasa de política monetaria en veinticinco puntos base y acelerar el ritmo de normalización de ésta en los meses inmediatamente siguientes. Señala que se trata de una estrategia compatible con nuestro escenario central y que resultará más fácil hacer transparente a los mercados en nuestro próximo Informe de Política Monetaria, que en un breve comunicado.



Un aumento de cincuenta puntos base en cambio, implicará más pausas en el futuro cercano, confundirá en el corto plazo al mercado y arriesga generar un sobre ajuste del tipo de cambio nominal hacia abajo. También de alguna manera la señal sería, ya sea que la magnitud de la sorpresa es mayor a la efectivamente exhibida, o bien, alternativamente que se están corrigiendo errores anteriores de la política monetaria, que a su juicio no ha habido. En consecuencia, su voto en esta oportunidad es por elevar la tasa en veinticinco puntos base.

El Consejero señor Jorge Desormeaux, señala que al igual que el Consejero señor Manuel Marfán, agradece el informe de la Gerencia de División Estudios. Dichos antecedentes dan cuenta de las sorpresas en el plano externo e interno, en relación a lo previsto con anterioridad. En el plano externo, la actividad mundial ha dado señales de que su expansión está lejos de debilitarse, lo que se ha traducido en nuevos precios records nominales para el cobre y para el petróleo. En el plano interno, la demanda agregada crece a tasas de dos dígitos y la actividad superó el 6% el primer semestre. Ello, por cierto se traduce en un cierre de holguras más rápido de lo que se había anticipado. En el plano inflacionario, el alza en el precio de los combustibles ha llevado la inflación del IPC a superar el 3% en doce meses y se proyecta una cifra cercana al 4% para diciembre y superior a esa cifra para comienzos del 2006.

También se observa una aceleración en la inflación subyacente. Señala que no hay duda que frente a un cierre más rápido de holguras y esta aceleración de la inflación corresponde una normalización también más rápida de la política monetaria. En este sentido, se inscriben las dos opciones que ha presentado la Gerencia de División Estudios. Respecto de la primera opción, la de normalizar la tasa subiéndola en 50 puntos base en esta reunión, cree que tiene un atractivo, puesto que ofrece un seguro frente a nuevas sorpresas inflacionarias como las que se han tenido ahora por el lado de los combustibles, o las que se podrían tener en el futuro por el lado de efectos de segunda vuelta. En su opinión, sería además una señal de que el Banco Central tiene una clara disposición a enfrentar el mayor riesgo inflacionario con energía, y así evitar un desanclaje de expectativas.

Sin embargo, al igual que su predecesor cree que la opción de seguir con ajustes de 25 puntos base, pero más frecuentes que en el pasado reciente, ofrece algunas ventajas frente a la opción anterior. Agrega el señor Consejero que, en primer lugar, es plenamente coherente como ha señalado la Gerencia de División Estudios, con el actual escenario central de proyecciones. En segundo lugar, permite ganar tiempo para determinar el grado de permanencia que tiene el reciente aumento de la inflación subyacente y IPCX1. En tercer lugar, como se ha señalado, es más coherente con la evolución que presentan actualmente los costos laborales unitarios, que siguen disminuyendo en términos anuales. En cuarto lugar, cree que el riesgo de arriesgar la credibilidad del Banco Central, al menos en este momento, es acotado debido a que las expectativas de inflación se encuentran ancladas fuertemente en torno al 3%. Por lo anterior, se inclina a favor en un alza de 25 puntos base en la reunión de hoy y vota en consecuencia.

La Consejera señora María Elena Ovalle, señala que de los antecedentes analizados en la reunión de hoy se desprende que las condiciones macroeconómicas y financieras prevalecientes en el entorno internacional siguen siendo positivas para la economía chilena. Los spreads soberanos han alcanzado niveles mínimos y las tasas de largo plazo en las principales economías han aumentado en el margen. En el ámbito interno, la actividad continúa creciendo por sobre su tendencia, gracias a la expansividad de las condiciones monetarias y crediticias y al ya mencionado favorable escenario externo. No obstante, el precio del petróleo persiste en niveles elevados, superando en lo reciente los 60 dólares el barril. Ello

Handwritten signature and initials in blue ink.



ha incidido en la inflación del IPC, que nuevamente estuvo por sobre lo previsto fundamentalmente por los efectos directos del mayor precio de los combustibles y su propagación en aquellos ítems relacionados. Adicionalmente, en los últimos meses, las diversas medidas de tendencia inflacionaria han seguido aumentando gradualmente, en línea con lo anticipado. Estos mayores registros no han influido de manera persistente en las expectativas privadas, las que se han mantenido en torno al centro del rango meta, aunque con un leve sesgo al alza. Es necesario destacar, agrega la Consejera María Elena Ovalle, que la decisión de política que se adopte hoy debe guardar estrecha coherencia con el análisis y el escenario de proyecciones que se presentará en el próximo Informe de Política Monetaria. En él, la mayoría de las variables fundamentales que caracterizan el actual panorama de inflación y crecimiento, han sido revisadas al alza respecto al Informe de mayo. Especialmente, la Demanda Interna se aprecia mucho más robusta de lo anticipado, por el dinamismo de los componentes inversión y consumo, a lo que se agregan las mejores perspectivas en el mercado laboral.

Las opciones presentadas para esta reunión son aumentar la TPM en 25 puntos base o 50 puntos base. Cree que no es el momento para considerar la segunda opción porque hay bastante incertidumbre respecto de cuán persistente será el aumento reciente de la inflación subyacente IPCX1, lo que se podrá verificar en el corto plazo y ser considerado en próximas reuniones. Por otro lado, la trayectoria que han seguido hasta ahora los costos laborales unitarios, que continúan disminuyendo en términos anuales, pueden provocar menores presiones. Asimismo, señala que hay que considerar la apreciación del tipo de cambio nominal y real, que ha sido significativa en las últimas semanas, lo que va también en la misma dirección. No menos importante, en este sentido, es que las expectativas de inflación de mediano y largo plazo parecen bien ancladas en 3% con una expectativa mayor sólo hacia fines de este año en que se llega a 3,3%. A lo anterior, se suman aspectos tácticos que también hacen recomendable no acelerar el ritmo de normalización del estímulo monetario. Cabe destacar que la información que será presentada en el próximo IPOM tiene un grado mayor de diferencia respecto a la percepción del mercado sobre la trayectoria esperada para la inflación y la TPM. Por ello, un aumento superior a 25 puntos base, tiene implícito un riesgo de afectar las expectativas en torno a la política monetaria ante hechos que requieren de un diagnóstico más claro. Al igual que en la reunión anterior, cree que para adoptar un cambio de velocidad es necesario contar con mayores evidencias que las actuales.

En base a los argumentos anteriores, considera que la opción de alza de 25 puntos base es la decisión de política adecuada en esta oportunidad y por ende su voto es en tal sentido.

El Vicepresidente, señor José De Gregorio, señala que la actividad económica muestra que el cierre de brecha continúa entre los rangos previstos y se hace cada vez más probable que nos ubiquemos en la parte superior del rango de crecimiento previsto en el Informe de Política Monetaria de mayo. Por su parte, la inflación en particular en sus medidas subyacentes se espera siga convergiendo gradualmente al centro del rango meta. Sin embargo, el IPC ha dado sorpresas importantes debido a la pronunciada alza del precio del petróleo, shocks en tarifas públicas y precios de bienes perecibles. En todo caso, estas sorpresas en el IPC se espera que sean transitorias y se disipen en el mediano plazo. Los efectos de segunda vuelta limitados, son además apoyados por la moderada disminución de los costos laborales unitarios y expectativas ancladas con la meta de inflación del Banco. Por lo tanto, las favorables perspectivas inflacionarias dependen exclusivamente de la credibilidad actual y el compromiso antinflacionario del Banco, pero para mantener la credibilidad hay que actuar en forma coherente con ella y en la actual coyuntura ello consiste en continuar con el proceso de retiro gradual del estímulo monetario. Dado el dinamismo en la actividad y

H
J



evolución inflacionaria no se entendería una mantención de la tasa. Por otra parte, subir la tasa en 50 puntos base se interpretaría como una aceleración del ritmo de tasas, lo que no se justifica. En la medida que el mercado entienda, que así espera que sea, aunque por algunos comentarios pareciera que no hay plena comprensión, que la tasa de política monetaria muy probablemente seguirá subiendo en los próximos meses.

Por lo anterior, su voto es por subir la tasa en veinticinco puntos base.

El Presidente, señor Vittorio Corbo, manifiesta que como lo ilustran los antecedentes presentados por la Gerencia de División Estudios, la economía continúa en un sólido ciclo expansivo. La expansión se manifiesta en un gran dinamismo de la inversión, aumentos en el empleo y una expansión del consumo privado, a pesar de los aumentos en los precios de los combustibles. Además, los volúmenes de exportaciones continúan mostrando una gran fortaleza. Como resultado, la actividad continúa expandiéndose bastante por encima del PIB de tendencia. Este ciclo está asociado a condiciones externas favorables y a una política monetaria claramente expansiva.

La inflación ha repuntado recientemente como resultado principalmente de los aumentos en los precios de los combustibles, shocks negativos de oferta en algunos bienes perecederos y ajustes en algunas tarifas y precios regulados. Con expectativas de inflación bien ancladas, los efectos de segunda vuelta de estos aumentos de precios han sido, hasta ahora, acotados. Sin embargo, una fuerza adicional a las presiones inflacionarias recientes, por encima de las presiones de costos, surge del estrechamiento de las brechas de capacidad, y afecta las medidas tendenciales de inflación. Es esta fuente de presión inflacionaria la que requiere seguir siendo contrarrestada con la normalización de la política monetaria, para evitar así que la inflación termine escapándose en forma más sostenida del centro del rango meta en el horizonte habitual de la política monetaria. En estas circunstancias, las opciones que presenta la Gerencia de División Estudios son las correctas, esto es, aumentar esta vez la tasa de política monetaria en 25 ó 50 puntos bases. Concuera con la Gerencia de División Estudios en que, con los antecedentes aportados, el curso que hoy aparece como más apropiado es introducir otro incremento de 25 puntos base en la tasa de política monetaria. De ser necesario más adelante acelerar el proceso de normalización siempre existe la opción de aumentar la frecuencia de los ajustes y así tratar de evitar aumentos por sobre los 25 puntos base. Por lo anterior, también vota por un aumento de 25 puntos base.

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

81-01-050811 – Tasa de Política Monetaria.

En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base, hasta 3,75% anual.

III. Comunicado

“En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base hasta 3,75% anual.

H
J.C.



La información disponible muestra que el crecimiento de la actividad sigue siendo superior a su tendencia y el gasto interno se expande de manera robusta. El entorno internacional se mantiene favorable, a pesar de que el precio del petróleo ha continuado aumentando. En el ámbito interno, las condiciones monetarias continúan siendo claramente expansivas y la inversión sigue creciendo vigorosamente. El empleo aumenta a tasas elevadas, lo que favorece el mayor dinamismo del consumo.

La inflación del IPC se ha ubicado sobre 3% antes de lo previsto, principalmente por la incidencia de alzas en los precios de los combustibles y algunas tarifas reguladas. Más allá de esto, las distintas medidas de la tendencia inflacionaria continúan normalizándose, dejando atrás los niveles inusualmente reducidos de los últimos trimestres.

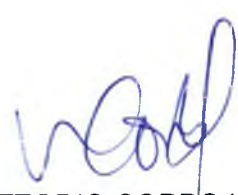
El Consejo considera que, en el escenario más probable, continuará reduciendo el estímulo monetario prevaleciente, de manera de mantener una trayectoria esperada para la inflación en torno a 3% anual en el horizonte habitual de política."

El Consejo aprueba el texto del Comunicado.

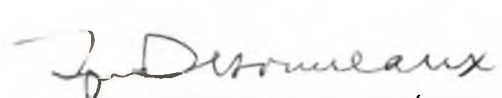
Se levanta la Sesión a las 16.50 horas.



JOSE DE GREGORIO REBECO
Vicepresidente



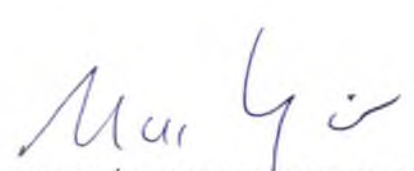
VITTORIO CORBO LIOI
Presidente



JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Consejero



MARÍA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera



NICOLÁS EYZAGUIRRE GUZMÁN
Ministro de Hacienda



MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero



MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe

