



ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION DE POLITICA MONETARIA N° 83
celebrada el 8 de septiembre de 2005

En Santiago de Chile, a 8 de septiembre 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 General, don Enrique Marshall Rivera;
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;
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 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.

Asiste también, especialmente invitado, el señor Beltrán de Ramón Acevedo, Gerente de Mercados Financieros.

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

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de marzo de 2006, para el día 16 de ese mes.

El Presidente señor Vittorio Corbo ofrece la palabra al Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Pablo García para que presente el análisis de los desarrollos económicos y financieros recientes, la revisión de las perspectivas de corto y mediano plazo y la evaluación de los políticas del Banco.

II. Exposición.

El señor García señala que los antecedentes acumulados desde el cierre estadístico del Informe de Política Monetaria muestran un panorama mixto. En primer lugar, la actividad económica ha sorprendido a la baja en el corto plazo, lo que incide a la baja en torno a medio punto en el crecimiento previsto para el tercer trimestre, a la vez que el precio de los combustibles ha sorprendido nuevamente al alza con fuerza. Ambos aspectos en todo caso se estiman tendrían componentes transitorios. En segundo lugar, el gasto interno y el empleo continúan mostrando un sostenido dinamismo, y mientras la inflación subyacente y los costos laborales unitarios no marcan cambios de tendencia significativos, la mayoría de las medidas de la tendencia inflacionaria continúan aumentando gradualmente.



Hace presente el señor García, que en el escenario externo claramente destaca el fuerte incremento adicional en el precio de los commodities. En particular, el precio del cobre marcó nuevos máximos nominales, mientras el precio del petróleo continuó aumentando, a lo que se sumó el impacto del huracán Katrina en el precio de la gasolina. Más allá de esto, sigue esperándose un favorable entorno global para este año y el próximo. El crecimiento de las principales zonas económicas sigue dentro de lo previsto y persisten condiciones financieras externas positivas.

En los mercados financieros nacionales lo más notorio ha sido el incremento de tasas de interés nominales y la mantención de tasas de interés reajustables reducidas. Respecto de lo primero, esto refleja la incorporación en precios de activos y en encuestas de expectativas de tasas de inflación, hasta cifras del orden de 3,5% a un año plazo, mayores a las contempladas hace un mes atrás. Asimismo, en la trayectoria de tasas forward implícitas se aprecia un leve empinamiento. Estos dos aspectos, sin embargo, más bien alinean la visión de mercado con el tono de las proyecciones de inflación contenidas en el reciente Informe de Política Monetaria, y no se estima que configuren un panorama de inflación o política monetaria por sobre el contemplado en dichas proyecciones. Respecto de las reducidas tasas de interés reajutable, el señor Gerente indica, que ello confirma que la expansividad de las condiciones monetarias y financieras continúa siendo significativa. El crédito y los agregados monetarios siguen creciendo a tasas elevadas, mientras que las tasas de interés de colocación no sufrieron un incremento adicional.

El tipo de cambio nominal se ha apreciado desde la divulgación del Informe de Política Monetaria, fluctuando entre \$ 530 y \$ 540 por dólar. Sin embargo, se estima que estos movimientos responden de manera significativa a cambios en paridades internacionales, reflejando un cierto debilitamiento del dólar en los mercados externos. En términos reales, el peso se ubica en niveles similares al supuesto de trabajo utilizado en el Informe de Política Monetaria.

Lo más significativo en lo que se refiere a actividad económica es la revisión sustantiva del crecimiento esperado para el tercer trimestre, en torno a medio punto porcentual respecto de las proyecciones implícitas en el Informe de Política Monetaria. Ello motivado en lo esencial por el pobre desempeño de la minería del cobre. En menor manera contribuyó a esta revisión el comercio. El señor Gerente hace presente, que se estima, en todo caso, que en parte estos fenómenos serán transitorios, por lo que la eventual revisión de la proyección de crecimiento para el año sería bastante más acotada, en torno a un par de décimas.

En todo caso, se sigue observando un fuerte dinamismo de la formación bruta de capital, mientras que el consumo persiste en la trayectoria de expansión prevista anteriormente. El mercado laboral ha continuado mostrando la favorable reacción a las buenas condiciones macroeconómicas, y las expectativas de los hogares han mostrado un repunte adicional. Estos aspectos son también argumentos que hacen difícil que la debilidad percibida de la actividad en el tercer trimestre sea un fenómeno persistente.

Señala, que por el lado de los precios, lo principal ha sido las implicancias de los problemas climáticos en el Golfo de México sobre el precio de la gasolina. Las medidas anunciadas por el gobierno apuntan a que en septiembre no se observará un incremento significativo en el precio interno de los combustibles adicional al considerado en el Informe de Política Monetaria. Se contempla que el precio interno de los combustibles en el cuarto trimestre de este año se ubicará 1,4% por encima del escenario del Informe de Política Monetaria. Señala que esto es solo un supuesto de trabajo, pues no se tiene certeza aún sobre la manera como funcionará el nuevo mecanismo de estabilización anunciado por el Ejecutivo en los últimos días. Para los próximos seis meses, la mayor inflación del IPC que esto conlleva se ha visto compensada por una trayectoria efectiva y prevista del IPCX1 algo más tenue para los próximos meses. En todo



caso, la mayoría de las medidas de la tendencia inflacionaria han continuado aumentando. Por su parte, los costos laborales unitarios siguen mostrando tasas de crecimiento anuales negativas, a pesar del mayor crecimiento de las remuneraciones nominales, gracias al significativo crecimiento que sigue mostrando la productividad del empleo asalariado.

El Presidente ofrece la palabra para comentarios.

Con respecto al escenario internacional, el señor Ministro de Hacienda consulta sobre los efectos en la economía del huracán Katrina. Sobre el particular, el Gerente de División Internacional, señor Esteban Jadresic, señala que las estimaciones que se han dado sobre el crecimiento, flujo, no destrucción es de una caída de stock de 1% en el PIB estimado para el tercer trimestre, que se compensa por un crecimiento mayor de medio punto porcentual en el cuarto trimestre y otro medio punto durante el año 2006. Señala que de esta manera el contexto neto al final es neutro.

Al respecto, el Vicepresidente señor De Gregorio señala que dicha caída es de ingreso, de producción, de caída del stock.

El Gerente de División Estudios, señor Rodrigo Valdés, hace presente que no solamente se produce un efecto stock de capital sino que también hay una pérdida de negocios. Asimismo, señala que no se puede descartar todavía un efecto importante en las expectativas, no del nivel de las torres gemelas, pero que sí podrían imaginarse escenarios donde el consumo se resienta.

El señor Presidente señala, que el efecto del huracán se ha estimado como transitorio, con un segundo semestre negativo entre medio y un punto, recuperándose el próximo año.

En relación con el mercado del petróleo y a los efectos del huracán Katrina, el Gerente de División Internacional señor Esteban Jadresic, indica que el precio del petróleo a comienzos del mes pasado era del orden de US\$ 60 el barril y que comenzó a subir antes del huracán, para llegar a US\$ 70 después de éste. Señala que, con posterioridad, el precio cayó a US\$ 64, lo que de todos modos es un precio más alto que el previsto. Por consiguiente, le parece que el huracán produjo un efecto, pero que se disipó porque la estimación del daño de la producción del petróleo por esa situación es de alrededor un 2.5% de la producción del Golfo de México, lo que a nivel mundial resulta bastante menor.

Finalmente, agrega el señor Jadresic, que existe un efecto que venía desde antes y que dice relación con la fortaleza de la demanda por combustible. Dicha demanda continúa sin ceder a pesar de los altos precios, y una oferta que no reacciona.



El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor García, señala que lo más destacable por el lado del mercado financiero, es el incremento de las tasas nominales. El Ministro de Hacienda señor Eyzaguirre, acota que ello significa que el mercado revisó el curso de la tasa de política monetaria en el corto plazo. Al respecto, el Consejero señor Marfán, señala que se puede pensar que estas variaciones de tasa reflejan cambios de expectativas de inflación, o algo similar, y agrega que tiene una hipótesis alternativa y es que, de acuerdo a los comentarios de prensa por parte de los inversionistas institucionales, existiría escasez de papeles en UF. En consecuencia, indica que se trataría de un problema estructural, de corto plazo, pero un problema más bien de restricción de oferta. Lo que debiera esperarse es que caiga la tasa de los instrumentos en UF, y en la medida que se ajuste la oferta posteriormente, ello se debiera tender a corregir.

El Consejero señor Desormeaux, señala que si se miran los PDBC en la fecha de nuestro Informe de Política Monetaria, estaba casi 25 puntos arriba de la tasa de política monetaria, y eso, normalmente es una señal de que la gente exige un premio para quedarse con papeles nominales. Agrega, que hay que pensar que, en un momento determinado, las instituciones quieren tener un portafolio con más instrumentos indizados y menos instrumentos nominales, y que tienen que vender estos últimos para comprar en UF. Por lo tanto, para que alguien esté dispuesto a tomarlos, tienen que pagar un premio. Señala que la diferencia entre el PDBC 90 y la tasa de política monetaria no es solamente el reflejo de expectativa de alza de tasa, sino que también en parte corresponde a un premio exigido por los demandantes de papeles nominales.

El Gerente de División Estudios, señor Rodrigo Valdés señala, que desea volver al tema de la compensación inflacionaria, la que aumentó bastante en las últimas semanas. Como se ha señalado en otras oportunidades, esta compensación se ve afectada básicamente por los siguientes tres componentes. El primero es la cantidad relativa de papeles ofertados, que según las estimaciones disponibles, tendrían un efecto estadísticamente significativo pero económicamente poco importante en la compensación. Además, en las últimas semanas no parecen haber los cambios en las ofertas relativas para explicar el aumento de la compensación. El segundo es el movimiento de distintas primas por riesgo, más allá de la expectativa de inflación. Ellas, como se ha documentado, se ven fuertemente afectadas por la inflación corriente. Y el tercero, corresponde a expectativas de inflación genuinas. En esta oportunidad, este tercer factor tiene algo de mayor importancia que en el pasado.

Agrega también, que esta situación no es incoherente con lo que se presentó en el Informe de Política Monetaria. Señala que lo que se aprecia en las medidas de expectativas no es muy distinto al panorama de un aumento transitorio de inflación, con excepción de algunas situaciones que cuesta distinguir respecto de inflación a plazos más altos, versus primas por riesgo a plazos mayores.

El Consejero señor Marfán, señala que el efecto de los premios por riesgos, depende de la inflación corriente y en algún momento, porque el Banco Central lo señala, cambian las expectativas y se piensa que existe una inflación que va a ser creciente y que después va a converger. Entonces, se piensa que la inflación corriente va a aumentar en el corto plazo, generando un mundo de negocios que está afectando la compensación inflacionaria y que no debe interpretarse como tal una compensación inflacionaria de largo plazo sino que se trata del efecto de premios por riesgo.

4



En cuanto a la pregunta del señor Ministro relativa a la desaceleración del comercio, el señor Gerente de División Estudios señala que desde que se comenzó a trabajar con cuentas trimestrales se dejaron de utilizar las mediciones a través de ventas industriales, que era el único dato duro que existía anteriormente. Actualmente, con la información que se obtiene de Internet, con los pagos efectuados a través dicho medio, y con las facilidades proporcionadas por el Servicio de Impuestos Internos, se puede obtener rápidamente la información sobre IVA desagregado por empresa, pudiendo generarse indicadores comerciales de mejor calidad. De la información obtenida, se puede apreciar que los minoristas continuaron con una fuerte tendencia de ventas, pero que, en cambio, los mayoristas, tuvieron una importante caída, lo que llevó a disminuir la actividad del sector comercio para el mes de julio.

En materia de Precios y Costos, el señor Gerente de Análisis Macroeconómico señala que el crecimiento de la productividad en el último dato presentado está contaminado por el bajo crecimiento del empleo asalariado. Señala que, lo anterior se ve básicamente en la descomposición contable donde se aprecia que el empleo está creciendo en doce meses entre 4% y 5%, pero que las horas trabajadas solamente 1%, lo que se explica por el impacto del cambio de jornada que ocurrió fuertemente a principios de año. En su opinión, el incremento en la productividad del trabajo está más vinculado a formación de capital, y a que no hay un aumento en el costo laboral unitario.

Al respecto, el Consejero señor Manuel Marfán señala la importancia de mejorar la cobertura de las encuestas de remuneraciones. En su opinión, se debiera hacer un intento por perfeccionar y empezar a incluir el sector agrícola, tratando también de tener una mejor correspondencia entre las definiciones de cómo se miden productividad, empleo, PIB y salarios. Agrega que basta que sean diferencias de definiciones entre sectores o coberturas de las encuestas para que estemos midiendo mal la línea de costos laborales unitarios.

Sobre el particular, el señor Presidente señala que se ha estado avanzando en dicha materia y no solo en lo que respecta a los salarios, sino que también en empleo. Destaca que se trata de una materia que el INE está estudiando, ya que estamos conscientes de que hay una debilidad.

El Presidente, señor Vittorio Corbo, suspende la Sesión a las 13,12 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° 83.

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:

En la reunión de política monetaria de agosto, el Consejo decidió aumentar la tasa de interés de política en 25 puntos base hasta un nivel de 3,75%. En la decisión se consideró que el crecimiento de la actividad seguía por encima de su tendencia y el gasto interno se expandía de manera robusta, en particular la inversión, que continuaba creciendo vigorosamente. La

47



inflación del IPC se había ubicado sobre 3% antes de lo previsto —principalmente por la incidencia de alzas en los precios de los combustibles y algunas tarifas reguladas—, y las distintas medidas de la tendencia inflacionaria continuaban normalizándose.

Los antecedentes acumulados desde la última reunión son mixtos. En el lado externo, los precios del petróleo y del cobre han vuelto a sorprender, ubicándose ambos por encima de lo proyectado. Ello ha sido particularmente notorio en el caso de la gasolina, como efecto del huracán Katrina. Nuevamente se han ajustado al alza las proyecciones del precio del petróleo, aunque su implicancia sobre la trayectoria de la inflación es menor, en vista de los nuevos mecanismos de estabilización de precios. Además, en lo más reciente los precios del crudo y derivados han vuelto a descender.

El crecimiento de la actividad en julio fue bastante inferior al esperado para el mes y el verificado en meses pasados, evaluándose por ahora que este resultado tiene un importante componente transitorio y concentrado en gran medida en la minería. Controlando por el efecto calendario, el crecimiento continúa algo por encima de su tendencia, empujado por el PIB excluidos los sectores ligados a los recursos naturales. Además, el gasto interno, en particular la inversión en capital fijo y la creación de empleos, sigue con un dinamismo sostenido.

La inflación IPC no fue muy distinta a la proyectada hace un mes, pero la variación mensual del IPCX1 fue dos décimas menor. Aún así, las distintas medidas de la tendencia inflacionaria continúan aumentando gradualmente y se ubican entre 2% y 4% anual. Los costos laborales unitarios continúan comprimidos. Sin embargo, ha habido una novedad importante en las expectativas de inflación capturadas por encuestas y por la compensación inflacionaria. Con la excepción de la encuesta a analistas, que mantuvo la expectativa de inflación a 2 años, las demás medidas han aumentado entre 20 y 45 puntos base dependiendo del plazo y fuente, incluyendo los más largos.

En los mercados financieros se siguen verificando condiciones monetarias expansivas. Específicamente, el crédito y los agregados monetarios continúan creciendo a tasas anuales elevadas, mientras que las tasas de interés reajustables se ubican en niveles aún más reducidos que hace un mes. Las tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos de América también han disminuido.

Con los antecedentes disponibles, señala el señor Valdés, que es difícil justificar una opción distinta a aumentar la tasa de política monetaria en 25 puntos base.

Se podría argumentar que mantener la tasa de política monetaria en su nivel actual sería un seguro contra la eventual presencia de un punto de inflexión en el proceso de cierre de holguras, que a su vez podría acotar la trayectoria de precios hacia delante. Ello además se sumaría al panorama de costos laborales contenidos, que de por sí acota las presiones inflacionarias actuales, y el reducido registro de variación del IPCX1, que podría estar dando cuenta del escenario de riesgo identificado en el último Informe de Política Monetaria, referido al posible aumento más débil de la inflación subyacente en el corto plazo.

Sin embargo, hay varios argumentos en contra de mantener. De partida, la información disponible es más coherente con la evaluación de que el cierre de holguras continuará progresando. La fortaleza del gasto interno y del mercado laboral y la concentración de las noticias de actividad en sectores específicos apoyan este diagnóstico. A ello se suma la clara expansividad de las condiciones monetarias que se mantendrá aun si se aumenta la tasa de política monetaria. Adicionalmente, mantener la tasa de política monetaria no parece apropiado cuando está tan distante de las distintas medidas de neutralidad, los indicadores de la tendencia inflacionaria siguen aumentando y se ubican en el rango meta, y las expectativas de inflación se ubican en o por encima de 3% según el plazo y la fuente. Por último, en conjunto, los



antecedentes acumulados no modifican las proyecciones internas de inflación de corto plazo (si bien la inflación del IPCX1 se ha corregido marginalmente por antecedentes puntuales).

En el extremo opuesto, se podría argumentar a favor de un aumento de 50 puntos base en la reunión de hoy en vista del incremento relevante de casi todas las medidas de inflación esperada, que se da en un momento en que la política monetaria continúa siendo claramente expansiva y la tendencia inflacionaria ya está alineada con la meta. Como se discutió el mes pasado, un ajuste de este tipo ofrece un seguro frente a nuevas sorpresas inflacionarias y sus eventuales efectos de segunda vuelta.

Sin embargo, señala el señor Valdés, que al igual que en el caso de la mantención, hay buenos argumentos en contra de un aumento mayor a 25 puntos base. De partida, el aumento de expectativas de inflación en las encuestas no se aleja del mismo escenario del Informe de Política Monetaria. Más aún, no se puede descartar que corresponda a la asimilación de este último por parte del mercado. La misma reacción de las tasas de interés de mercado, además, está en línea con un aumento de 25 puntos base en esta reunión y siguientes (y no de 50 puntos base). Por otro lado, la evolución del IPCX1 y de los costos laborales dan espacio para que la normalización de la política monetaria continúe gradualmente.

Así, los antecedentes apoyarían aumentar la tasa de política monetaria en 25 puntos base en esta reunión. Esta acción permite seguir normalizando las condiciones monetarias de manera que, en el escenario más probable, la inflación proyectada a 12-24 meses se ubique en torno a 3%.

Desde el punto de vista táctico, también hay argumentos que favorecen la opción de 25 puntos base. De hecho, es el aumento mayoritariamente esperado por el mercado y no se ven motivos para intentar sorprender esta evaluación. En particular, un aumento de 50 puntos base luego de dos aumentos consecutivos de 25 puntos base darían cuenta de un importante endurecimiento de la política monetaria. Además de su efecto en precios financieros, incluido el tipo de cambio, es un cambio que sería difícil de explicar y arriesga que se confunda con que el Banco Central de Chile cuenta con antecedentes que el mercado no tiene. La mantención de la tasa de política monetaria sería igualmente muy difícil de explicar.

Por último, cabe destacar que las novedades del mes parecen agregar más incertidumbre que la habitual a la evaluación de la marcha de la economía. Fenómenos como los efectos que pueda tener finalmente el huracán Katrina, los signos aislados de debilidad en la actividad interna en julio y el aumento de las expectativas de inflación abren escenarios nuevos para los cuales pueden requerirse mayores grados de libertad para la política monetaria. Por lo mismo, la práctica frecuente de evaluar sólo dos opciones podría implícitamente comunicar al público sesgos que, a posteriori, pueden ser perjudiciales.

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

El Gerente de Investigación Económica, señor Klauss Schmidt, señala que, considerando el carácter bastante mixto de las novedades, que no han sido pocas en las últimas semanas, pero han sido mixtas en actividad y en precios, menor crecimiento en el corto plazo sin afectar mayormente el valor de la producción de crecimiento en el horizonte de elite de política; mayor diferencial de tasas nominales y reales con ajustes, quizás basándose proporcionalmente en las expectativas medidas hacia las proyecciones del Banco que estaban en el Informe de Política Monetaria, cree que no se justifica una desviación de la trayectoria de la política monetaria que se ha aplicado en los últimos meses, y es previsible, para los siguientes meses, alzas mensuales promedio muy cercanas a 25 puntos base. En consecuencia, su recomendación es por un alza en 25 puntos base.



El Gerente de División Internacional, señor Jadresic, hace presente que en forma muy breve quiere decir que también comparte este análisis y el informe presentado por la Gerencia de División Estudios.

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, señalando que como siempre le parece muy acabado. Indica, que en pocos días han existido varias sorpresas en la coyuntura externa e interna que vale la pena destacar. En lo externo, aparentemente, los efectos del huracán Katrina se revertirán dentro del horizonte habitual de proyección. Los mercados de futuro apuestan a que los mayores precios de derivados del petróleo asociados al huracán se revertirán y aunque ese proceso sea más lento que el previsto, el mecanismo de estabilización anunciado en Chile debería neutralizar ese impacto. Sin embargo, más allá de esos efectos, el precio internacional del crudo ha aumentado más que lo previsto en el reciente Informe de Política Monetaria. En lo financiero, las tasas de interés externas de plazos más cortos se ubican por debajo de lo previsto en el Informe de Política Monetaria. En lo interno sorprendió el bajo IMACEC de julio, explicado principalmente por la evolución del PIB de la minería por debajo de lo previsto, dado que las ventas de ese sector no reflejaron sorpresas. Agrega, que existe una contrapartida en la reducción de inventarios, pero estos eventos no debieran influir directamente en el análisis habitual de brechas ni en el de la demanda interna. Respecto de las variables financieras y de expectativas, éstas se alinearon rápidamente con las señales entregadas en el Informe de Política Monetaria. La excepción es el leve empinamiento en el corto plazo de la curva forward implícita para la tasa de política monetaria y un mayor aplanamiento posterior que no estaba implícito ni explícito en los supuestos de trabajo del Banco, esto unido a las menores tasas de intereses externas de corto plazo podría eventualmente acarrear efectos cambiarios con incidencia en la inflación proyectada. Señala el señor Consejero, que se trata de un tema que habrá que seguir de cerca en el futuro inmediato. Finalmente, hace presente que la inflación subyacente de agosto medida según el IPCX1 estuvo por debajo de la esperada; la inflación total, sin embargo, sí estuvo dentro de lo previsto debido a un aumento mayor de alimentos y perecibles, pero no se puede descartar que estos últimos precios reviertan ese exceso de alza durante los próximos meses. Indica, que las implicancias de todo lo anterior para efectos de la decisión de hoy son menores y en ese sentido, coincide con el staff en que resulta difícil analizar una alternativa distinta a un incremento de 25 puntos base en la tasa de política monetaria. A su juicio, el efecto de las sorpresas recientes es la de una mayor probabilidad de introducir una pausa adicional a las previstas en nuestros supuestos de trabajo de los próximos meses. Con todo, se trata de una eventualidad que habrá que evaluar más adelante. Por las razones señaladas, el Consejero señor Manuel Marfán expresa que vota por incrementar en 25 puntos base la tasa de política monetaria, para ubicarla en 4% anual como lo espera mayoritariamente el mercado.

El Consejero señor Jorge Desormeaux, manifiesta que la Gerencia de División Estudios ha presentado un cuadro que, en lo esencial, se enmarca dentro del escenario central descrito en el Informe de Política Monetaria de septiembre. Ello, pese a que desde el cierre de este informe se han dado algunas sorpresas: en el plano internacional, ha tenido lugar un nuevo aumento en el precio de los commodities, que ha sido liderado por el petróleo y sus derivados y, en el plano interno, se aprecia un aumento de las expectativas de inflación, independientemente del plazo y el instrumento considerado.



Agrega el señor Desormeaux, que comparte la opinión de la Gerencia de División Estudios de que estas sorpresas no cambian sustancialmente el escenario central descrito en nuestro Informe de Política Monetaria más reciente. Porque si bien el precio del petróleo y, especialmente, la gasolina han experimentado un fuerte aumento, los mecanismos de estabilización que ha anunciado el Gobierno permitirán neutralizar su impacto inflacionario. Señala también, que el alza en las expectativas de inflación medidas a través de los precios de los activos financieros es consistente con el escenario central del Informe de Política Monetaria. Es más, en su opinión, podría considerarse que este ajuste al alza de las expectativas de inflación corresponde a una internalización por parte del mercado de la trayectoria proyectada del IPC en el último Informe de Política Monetaria.

Menciona el señor Consejero, que en tanto el cierre de las holguras de capacidad continúa su curso, el gasto interno crece con fuerza, particularmente la formación bruta de capital fijo, y el mercado laboral da muestras de un importante dinamismo, que parece estar trasladándose al consumo. Si a ello se suma el hecho que las condiciones monetarias y financieras siguen siendo claramente expansivas, se puede descartar de plano la opción de mantener inalterada la tasa de política monetaria en su nivel actual.

Indica, que tampoco parece prudente la opción de aumentar la tasa de política monetaria en 50 puntos base en la reunión de hoy, ya que el retiro gradual del estímulo monetario previsto en el escenario central del Informe de Política Monetaria no requiere ajustes de esta envergadura. Esta opción, daría cuenta además de un endurecimiento de la política monetaria que a la luz de los actuales antecedentes no parece justificarse.

De modo que -y coincidiendo con la opinión de la Gerencia de División Estudios-, el Consejero señor Desormeaux considera que la opción de aumentar la tasa de política monetaria en 25 puntos base en la reunión de hoy es la más apropiada, diagnóstico que comparte un alto porcentaje del mercado. En consecuencia, su voto es por un aumento de la tasa de política monetaria en 25 puntos base.

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 escenario internacional siguen mostrándose favorables para la economía chilena.

La información acumulada desde la última reunión indica que las perspectivas de crecimiento mundial no han sufrido modificaciones, a pesar del escenario de riesgo asociado a los incrementos en los precios de los combustibles por problemas en el Golfo de México. Asimismo, los precios del cobre y del petróleo han vuelto a sorprender tras alcanzar nuevos niveles máximos en el mes, aunque en lo reciente han tendido a descender. En tanto, las condiciones financieras que enfrentan las economías emergentes se han visto favorecidas por los movimientos recientes en las tasas largas y la mantención de bajos niveles de spreads soberanos.

Internamente, la expansividad de las condiciones monetarias y crediticias continúa reflejándose en el importante crecimiento del crédito y otros agregados. En tanto, el último registro de actividad mensual estuvo por bajo lo previsto, lo que según antecedentes disponibles se puede estimar como transitorio y específico a la minería. Lo anterior se constata al observar la serie de tendencia cíclica que sigue expandiéndose en torno a 5%, al igual que en los meses previos.

Por su parte, la demanda interna mantiene un fuerte dinamismo, lo que se plasma en los indicadores parciales de inversión y consumo, donde destaca el comportamiento de bienes durables y las importaciones de bienes de capital. Estas favorables condiciones



macroeconómicas continúan reflejándose en el mercado laboral, especialmente en la creación de empleos y el descenso de la tasa de desocupación en el trimestre móvil finalizado en julio. En tanto, la inflación efectiva del IPC estuvo dentro de lo esperado, mientras las diferentes medidas de tendencia inflacionaria continúan aumentando gradualmente, en línea con el rango meta.

Ante este positivo cuadro macroeconómico, destaca el aumento reciente en las perspectivas de inflación y del ritmo de normalización de la tasa de política monetaria implícitas tanto en las encuestas a analistas como en la compensación inflacionaria y la curva forward. Señala la Consejera señora María Elena Ovalle que si bien esto se puede entender como una internalización por parte del mercado del panorama inflacionario presentado en el último Informe de Política Monetaria, estas medidas muestran que las expectativas están ancladas en la actualidad en valores por sobre el objetivo puntual de política monetaria de 3%, lo que se puede interpretar como una señal para continuar con la normalización del estímulo monetario actual. Asimismo, la evolución de algunos determinantes de la estructura de costos también sugieren algo de mayores presiones sobre los precios. En particular, el incremento en torno a 5% del costo de la mano de obra y la información preliminar de las distintas medidas de márgenes apuntan en tal sentido. Así, en una economía que en términos anuales continúa expandiéndose en torno al 6%, con una demanda interna creciendo alrededor de 10% y la creación de empleo alcanzando tasas sobre el 4%, resulta necesario continuar normalizando la tasa de política monetaria.

Además de los antecedentes anteriores, es importante considerar que hay elementos que dan holguras para no acelerar el ritmo de normalización que se ha seguido hasta ahora. La trayectoria esperada para el IPCX1 y el comportamiento de los Costos Laborales Unitarios que permanecen contenidos, parecen no introducir presiones adicionales. A ello se suman elementos de orden táctico que indican que un aumento de 25 puntos base en la tasa de política monetaria en esta oportunidad es la decisión más adecuada. Así, esta medida permite continuar el tránsito gradual a una tasa de política neutral y, en el escenario más probable, mantener la trayectoria de la inflación dentro del rango meta en el horizonte habitual de política. Por ello, la Consejera señora María Elena Ovalle vota por un alza de 25 puntos base.

El Vicepresidente señor José De Gregorio, señala que las noticias macroeconómicas recientes no dan razones para revisar la estrategia de reducción gradual del impulso monetario iniciado un año atrás. Hace presente que en su comentario se referirá primero a la coyuntura y, luego, cómo ve que interpreta el mercado la estrategia de ajuste del Banco, lo que a su juicio, requiere un esfuerzo de comunicación adicional y de acciones más precisas. Señala que las brechas de capacidad continúan cerrándose a pesar de un IMACEC puntualmente bajo lo esperado, pero explicable, principalmente por noticias particulares en el sector minero. Indica, que la inflación subyacente y el IPCX1 tuvo una leve desaceleración, pero las otras medidas de tendencias siguen con un aumento progresivo consistente con la meta inflacionaria. Las noticias más preocupantes, por el lado de la inflación, vienen dadas por el alza de precios de las gasolinas. No cabe duda que las recientes medidas impulsadas por el Ejecutivo deberían atenuar el impacto a corto plazo. Sin embargo, lo más importante desde el punto de vista del objetivo del Banco, es que la forma actual de conducir la política monetaria indica que incluso si en escenarios más negativos por el lado de los combustibles sus efectos están bien acotados, difícilmente se requiera de ajustes monetarios adicionales. En particular, por una parte, por el hecho de que el horizonte de política es suficientemente adelantado como para no verse afectado por fenómenos de corto plazo, y por otro lado, la credibilidad ya conseguida y necesaria de mantener, asegura que los efectos de segunda vuelta sean limitados, tal como se ha visto hasta ahora. Agrega el señor Vicepresidente que las expectativas de inflación se han elevado levemente, pero esto es precisamente lo que contempla nuestro escenario central, de manera que, en particular, mirando las encuestas de



expectativas, la inflación en el horizonte de política sigue en línea con nuestra meta. Lo anterior podría servir de justificación para hacer una pausa en el retiro del impulso monetario o seguir con un alza de 25 puntos base. Sin embargo, mantener la tasa se vería reforzado por el hecho de que las expectativas de los analistas no dejan de ser extrañas. Hace presente, que se plantea que a fines de año se terminará con una tasa en torno a 4,75%, es decir, no habrá pausa, pero el próximo año finalizará con 5,25%, lo que indicaría que se pasaría casi todo el año 2006 en pausa, lo que resulta difícil de entender. Ello se podría justificar por el hecho de que el mercado piense que la tasa final de ajuste será efectivamente 5,25%, independiente de dónde se ubique la tasa neutral, sobre la que ya hay incertidumbre. Lo normal sería que en un ciclo prolongado y vigoroso del crecimiento, presumiblemente se termine con la tasa por encima de la neutral tal como el ciclo de desaceleración anterior terminó con una tasa muy baja, en 1,75%. Señala que, ciertamente si se sigue un ritmo gradual, por ejemplo, de dos alzas por trimestre se finalizaría el año 2006 con una tasa de 6,75%, es decir, un punto y medio por encima de lo que esperan los analistas. Le parece que no se puede hacer un compromiso a tan largo plazo, pero claramente, existe una discontinuidad en las expectativas las que ciertamente están lejos de lo que, a su juicio, debería ser un ajuste gradual. Es necesario dar señales de lo que un ajuste gradual significa en el que no hay razones para tener quiebres abruptos como en el implícito en la encuesta. Expresa también, que otra alternativa para explicar la discontinuidad en las expectativas es que el mercado estime que debemos llegar luego de una tasa neutral y ahí pausar. Sin embargo, esto no es consistente con el objetivo operacional de converger gradualmente al centro del rango meta. Indica el señor Vicepresidente que un ajuste brusco, probablemente, llevará a la inflación a converger debajo del centro del rango meta en 24 meses, lo que podría además conducir a la necesidad de revertir el ajuste si las señales inflacionarias así lo indicaran. Lo anterior, lo lleva a concluir que, tan válida como subir la tasa en 25 puntos base es la opción de mantención. Por el contrario, no ve ninguna razón para acelerar el ajuste con 50 puntos base, apurando la velocidad de retiro del impulso monetario, a no ser que se piense que en doce meses más estaríamos con la tasa aproximadamente a unos 300 puntos base por encima del actual, algo que en esta reunión considera extremadamente improbable e innecesario de considerar como opción. Dadas las expectativas de mercado y nuestra reciente comunicación a través del Informe de Política Monetaria y la Minuta de la Reunión de Política Monetaria pasada, se inclina levemente a favor de subir la tasa en 25 puntos base, pero basado en el análisis anterior, cree que muy luego se debe pausar para mantener efectivamente un ritmo gradual de ajuste monetario, consistente con asegurar el cumplimiento de la meta de inflación sin introducir inestabilidad ni sesgarse respecto del centro del rango objetivo.

El Presidente señor Vittorio Corbo señala, que la información conocida desde el último Informe de Política Monetaria muestra que en el entorno externo las perspectivas de crecimiento de la economía mundial se mantienen favorables, mientras que estimaciones iniciales de los efectos del huracán Katrina en la economía global apuntan a que éstos serían moderados, con un menor crecimiento en Estados Unidos de América en lo que resta de este año y uno mayor el 2006 y precios de combustibles más altos en los próximos trimestres. En cuanto a la economía nacional, el crecimiento de la actividad mostró una cierta desaceleración en julio que no era parte de nuestro escenario central del Informe de Política Monetaria. Sin embargo, señala que ésta estuvo principalmente asociada a problemas de oferta en la minería y al efecto de un día menos trabajado, mientras que la demanda interna sigue mostrando un sólido dinamismo apoyada en nuevas mejoras en el mercado laboral, y un repunte en las expectativas, a pesar del nuevo aumento en el precio de los combustibles. Agrega el señor Presidente, que con el producto creciendo por encima del producto potencial, el progresivo cierre de holguras de capacidad resultante sigue manifestándose en un aumento sostenido en las principales medidas de tendencia inflacionaria. Además, indica que aumenta el riesgo que, en esta etapa del ciclo, los pronunciados aumentos en los precios de los combustibles se traspasen con más intensidad a los precios de otros bienes y servicios y a los salarios y, a

24



través de estos efectos, terminen también afectando en forma más persistente las expectativas de inflación.

En estas circunstancias, hace presente que, con una tasa de política monetaria muy por debajo de la tasa neutral, lo que corresponde es continuar con la normalización de la política monetaria para así mantener la inflación en torno a la meta en el horizonte de política monetaria. Por lo anterior, su voto es por un aumento de 25 puntos base en la tasa de política monetaria.

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

83-01-050908 – 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 4% 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 4% anual.

A pesar de que el precio del petróleo se ha mantenido elevado, el entorno internacional sigue siendo favorable. Persiste un crecimiento mundial fuerte, un alto precio del cobre y condiciones financieras ventajosas. Los efectos del huracán Katrina, que se estiman reducidos para la actividad mundial, han implicado un *shock* adicional en los precios de los combustibles y tasas de interés internacionales algo menores.

El crecimiento de la actividad interna en julio se atenuó respecto a los meses previos, debido a factores puntuales y probablemente pasajeros. El gasto interno continúa aumentando de manera robusta en un entorno de condiciones monetarias claramente expansivas. La inversión sigue creciendo vigorosamente y el elevado crecimiento del empleo con expectativas privadas más auspiciosas favorecen un mayor dinamismo del consumo.

La inflación anual del IPC y las distintas medidas de la tendencia inflacionaria se ubican dentro del rango meta de 2 a 4%. Las expectativas privadas de inflación han aumentado, especialmente a plazos de un año y menos, alineándose con el aumento transitorio de la inflación proyectado en el último *Informe de Política Monetaria*.

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 de 12 a 24 meses.”

4



El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 16.55 horas.

JOSÉ DE GREGORIO REBEKO
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