



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 101 celebrada el 14 de diciembre de 2006

En Santiago de Chile, a 14 de diciembre de 2006, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Vittorio Corbo Lioi y con la asistencia del Vicepresidente don José De Gregorio Rebeco y de los Consejeros don Manuel Marfán Lewis y don Enrique Marshall Rivera.

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

Asisten también:

Gerente General, don Alejandro Zurbuchen Silva;
Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Ángel Nacrur Gazali;
Subgerente General, don Leonardo Hernández Tagle;
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;
Gerente de División Política Financiera, don Pablo García Silva;
Gerente de División Operaciones Financieras, don Esteban Jadresic Marinovic;
Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Igal Magendzo Weinberger;
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;
Gerente de Información e Investigación Estadística,
don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente Asesor de Comunicaciones, don Luis Alberto Álvarez Vallejos;
Jefe Departamento Análisis de Coyuntura, don Enrique Orellana Cifuentes;
Asesor del Ministro de Hacienda, don Luis Felipe Céspedes Cifuentes; y
Secretario General, don Jorge Court Larenas.

A continuación el señor Presidente fija la fecha de la Sesión de Política Monetaria del mes de junio de 2007, para el día 14 de ese mes.

El señor Presidente señala que, como es habitual, se dará inicio al informe económico y financiero de la Gerencia de División Estudios, el cual será presentado en la parte internacional, por el Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann B. y, en la parte nacional, por el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Igal Magendzo W.

El señor Presidente ofrece la palabra al Gerente don Sergio Lehmann Beresi, para que inicie la exposición.

El Gerente de Análisis Internacional señala que en el plano externo, los indicadores de actividad en Estados Unidos de América han seguido configurando un escenario de mayor debilidad, especialmente en el sector manufacturero. No obstante, se mantiene el buen desempeño del mercado laboral y cifras positivas en el sector servicios. Las tasas de interés de largo plazo han caído en torno a 10 puntos base el último mes, reflejo de perspectivas negativas del mercado respecto de la actividad económica. Ello contrasta con



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 101
Política Monetaria

14.12.2006 2.-

señales de la Reserva Federal de expectativas de una recuperación de la actividad hacia el 2007 y preocupación centrada en la inflación. Indica el señor Lehmann que en la Zona Euro se observa un mayor dinamismo de la economía que llevó, de acuerdo con lo esperado, a un aumento de 25 puntos base en la tasa de política monetaria en diciembre. El mercado espera un alza adicional en la primera parte de 2007. Señala que en Japón el panorama de actividad es positivo, no obstante se han revisado a la baja las cifras de expansión del PIB, con lo que el mercado espera nuevos aumentos en la tasa de instancia. A nivel global, el escenario de crecimiento se mantiene favorable, sin variaciones respecto de meses anteriores. En línea con lo esperado, el precio del petróleo ha aumentado en las últimas semanas, mientras el del cobre ha mostrado una ligera tendencia a la baja. De acuerdo con ello, el escenario de corto y mediano plazo para ambos precios no se modifica.

Respecto a Estados Unidos de América, el señor Lehmann destaca en primer lugar, que por el comportamiento que ha tenido el PIB se revisó el del tercer trimestre y el aporte más bien positivo que mostraron los inventarios y que llevó finalmente la revisión al alza en el crecimiento. En términos de indicadores de actividad durante este mes señala que está algo más balanceado que el mes anterior, lo que es noticia negativa versus noticias positiva. Indica el Gerente de Análisis Internacional que en términos de las noticias positivas, el Índice Manufacturero de Servicios tuvo un efecto de dos puntos base en la tasa, la creación de empleo también con un aumento bastante significativo de 6 puntos base y las ventas minoristas *core* también tuvieron un impacto bastante importante sobre las tasas. En relación a noticias negativas, indica el señor Lehmann que en términos de actividad, hubo referente al sector construcción y vivienda y permisos de educación, cifras de confianza de consumidores y también el Índice Manufacturero fue una noticia negativa, situándose éste por debajo del pivote 50.

En términos de indicadores de precios, señala el señor Lehmann que las noticias respecto a IPC fueron positivas, particularmente el Índice IPC *Core* que si bien está por sobre el índice de 2,5, esto es 2,7 particularmente, la noticia fue positiva. Los CPU tuvieron una lectura mixta; en términos de tasa no tuvo un impacto importante y en el día de hoy se dieron a conocer también las cifras de precios de importaciones que tuvieron lectura positiva.

Comenta el señor Gerente de Análisis Internacional que parte de las noticias, durante este mes, estuvieron relacionadas con el movimiento del ISM. Ésta fue negativa asociada con un Índice Manufacturero menor que se situó bajo el pivote 50. Señala que no obstante, el no manufacturero vinculado al sector servicios fue más bien positivo y, por tanto, en ese sentido la lectura global respecto a este Índice es más bien mixta. Agrega, que otros elementos importantes durante la semana se refieren a la productividad y costos laborales, y tal vez, lo más destacable, es que la productividad muestra una desaceleración, y por ello, la lectura, de algunos analistas, fue más bien negativa. Sin embargo, si se observa a los CLU y la tendencia de los dos o tres últimos meses, se aprecia más bien una reducción y por tanto, en términos de presión inflacionaria se observa un poco más atenuada dicha preocupación. Indica el señor Lehmann, que si se observa en una perspectiva un poco más larga, se aprecia que efectivamente han tenido una tendencia hacia el alza y por eso la Reserva Federal, tal vez, tiene ciertas preocupaciones, en término de presiones inflacionarias.

El Gerente de Análisis Internacional manifiesta que respecto a brechas de capacidad mostrará dos elementos centrales. Indica, que el desempleo se mantiene en niveles bajos, no obstante un pequeño salto al final. De todas maneras, señala que esto es más bien tenue, en la medida que la creación de empleo fue positiva y la capacidad utilizada ha mantenido una trayectoria al alza. De hecho si se compara con períodos de alta expansión, se observa que los indicadores de capacidad están en niveles bastante elevados y, por tanto, las brechas en términos de su evolución en Estados Unidos de América son bastante estrechas.

hp



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 101
Política Monetaria
14.12.2006 3.-

Menciona el Gerente de Análisis Internacional que el mercado laboral dio buenas noticias durante este mes. El empleo total ha ido creciendo, la última cifra fue muy positiva, y el empleo total ha mostrado por cierto una tendencia al alza en la medida que la activación ha sido positiva.

Respecto a la inflación, destaca el señor Lehmann, en primer lugar la caída importante que ha tenido el IPC en doce meses. Después de estar cercano e incluso por sobre niveles de 4%, se encuentra en niveles algo por sobre 1%, siendo lo más importante la caída en el precio de los combustibles. El IPC Core, por su parte, se ha mantenido en niveles en torno a 3%, durante los últimos meses, lo cual está por sobre los niveles considerados "confortables" por la Reserva Federal, que piensa en niveles de 2% o menos. Por tanto éste ha sido uno de los elementos que la Reserva Federal ha estado planteando, en términos de sus preocupaciones por la inflación. Indica el Gerente de Análisis Internacional que el IPC Core ha mostrado, en el margen, una caída, pero también se mantiene en niveles relativamente elevados.

Comenta el señor Lehmann que respecto a la Zona Euro, se han tenido noticias positivas. Destaca el señor Lehmann, especialmente, la evolución que ha tenido el consumo privado que ha mostrado un aumento y también la inversión privada. Por tanto, señala que las preocupaciones que en algún momento se plantearon, en términos de si la demanda interna iba a ser o no capaz de obtener el crecimiento de la Zona Euro, han ido atenuándose, ya que su comportamiento ha sido positivo. Agrega el señor Gerente que en los indicadores predominan, tal como el mes anterior, niveles positivos, pero hay algunos sectores que de todas maneras han mostrado ciertos niveles algo más bajos de lo que esperaba el mercado, pero en general, las noticias de actividad y demanda interna han sido positivas.

Respecto a los indicadores de precios, manifiesta el Gerente de Análisis Internacional, que no se tienen las cifras definitivas de IPC, pero las indicaciones respecto a importaciones dan una señal más bien positiva. Respecto al PIB, según muestras del indicador de sentimiento económico, que recoge una ponderación de consumidores, empresas, éste se muestra positivo y guarda una alta correlación con el inter PIB y por tanto, se debería esperar que la dinámica del crecimiento se mantuviera hacia los próximos trimestres en línea con este indicador de sentimiento económico, que ha tenido una trayectoria positiva.

Hace presente también el señor Lehmann, que respecto a la producción industrial, la trayectoria en términos de tendencia, no obstante presentar bastante volatilidad ha sido positivo, por tanto también representa este escenario de mayor optimismo para Europa. Agrega que, reafirmando un poco el consumo, debería tender a mantener una trayectoria positiva o reafirmar la dinámica que ha venido mostrando.

Referido a la inflación, el Gerente de Análisis Internacional señala que ha habido movimientos más tenues, menos marcados, particularmente en relación a la inflación efectiva, que se mantiene por debajo de 2%, mientras que la subyacente ha sido estable.

En cuanto a la situación de Japón, tal vez lo más significativo ha sido la proyección de su crecimiento. Señala el Gerente señor Lehmann que las revisiones han sido bastante significativas y muestran que la expansión de Japón ha sido más tenue de lo que se estaba observando en los últimos trimestres. Destaca el señor Lehmann, que en el año 2005 el crecimiento habría estado por debajo de 2%, versus el 2,6% ó 2,7% que se había registrado previamente. Indica también, que el consumo si bien ha estado cayendo, se espera una recuperación y manifiesta una de las dudas que las autoridades han planteado respecto a Japón, es que la demanda interna no despegue, pero se espera que empiece a mostrar crecimientos hacia el futuro. Comenta el señor Gerente que el *Economic Watcher*, que es un indicador de confianza y de sentimiento, muestra en el margen, trayectorias hacia el alza. Señala que otro elemento importante que se observa, es que la producción industrial ha ido creciendo, lo que en principio se vinculaba muy bien con el volumen de exportaciones, ya que



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 101
Política Monetaria
14.12.2006 4.-

la producción industrial estaba fundamentalmente orientada al sector externo. Menciona el señor Lehmann, que las exportaciones han tendido a desacelerarse, conjuntamente con la desaceleración del crecimiento mundial, pero la producción industrial mantiene una trayectoria positiva, haciendo ver que, justamente la demanda interna sea la que permita ir sosteniendo, en cierto grado, el crecimiento de Japón hacia adelante. Las revisiones respecto al crecimiento mundial, que en términos agregados no existen, es el mismo que se anticipaba en el *IPoM* y en noviembre. Lo más importante para el año 2006 y lo mismo para el año 2007, son los cambios en composición que en cierto grado son significativos.

Comenta el señor Lehmann que en el caso de Estados Unidos de América se observa una desaceleración respecto al *IPoM*, una revisión en el margen respecto a noviembre y esto particularmente por el crecimiento del tercer trimestre. Indica, asimismo, que hacia adelante se observa un crecimiento un poco más bajo.

Comenta también, que la Zona Euro se advierte más dinámica, lo que obedece fundamentalmente a la revisión del crecimiento. Por su parte, China respecto a noviembre, se observa básicamente igual. América Latina más dinámica, influido por el comportamiento que ha tenido el crecimiento en Argentina, que ha sido más favorable de lo que se anticipaba.

Indica el señor Lehmann, que respecto al precio del cobre, éste ha estado fluctuando en un rango relativamente acotado de US\$ 3,10 y US\$ 3,20, actualmente algo por debajo de US\$ 3,10 dólares. La volatilidad mostró un crecimiento, pero de hecho ha vuelto a atenuarse. El escenario del cobre no cambia respecto a lo que se observaba en noviembre; se sigue esperando un precio en torno a US\$ 3,05 para el promedio 2006, no observándose cambios para el año 2007. Manifiesta el Gerente de Análisis Internacional, que respecto al *IPoM* no se presentan mayores cambios.

En relación al petróleo, el Gerente de Análisis Internacional señala que se observa que la volatilidad está algo más alta de lo que se advirtió en la segunda parte del año, pero de todas maneras en términos históricos resulta bastante baja. Indica también que la novedad, en términos del movimiento ha sido el precio, que ha aumentado y que actualmente se sitúa en cifras de alrededor de US\$ 62 el barril versus US\$ 4 menos de lo observado hace un mes, situación que no es sorpresiva, ya que está en línea con el término de la trayectoria que se esperaba. Ello se debe, particularmente, a la mayor demanda del hemisferio norte que se encuentra con condiciones climáticas más frías y las proyecciones tampoco presentan cambios respecto a lo que se observaba hace un mes. Hace presente el señor Lehmann que se continúa esperando un precio del petróleo promedio de US\$ 67 para este año y US\$ 61 para el próximo, lo que está bastante en línea con lo que los bancos de inversión están registrando.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann menciona que lo más interesante para entender el comportamiento que ha tenido recientemente el precio del petróleo, se refiere a la relación de inventarios de demanda. Agrega, que a lo largo del año, el *heating oil* que es el combustible más relevante para entender el precio del petróleo, en esta época del año, la relación inventario-demanda muestra una caída y se muestra por debajo de los niveles que se observaban el 2005, situación que explica, en alguna medida el salto que tiene el precio del petróleo. Señala el señor Lehmann, que esto no es una noticia demasiado importante y que está relativamente internalizada la trayectoria del precio petróleo que se tenía proyectada.

Respecto a tasas de política, ha habido cambios en el margen, en algunos casos algo más significativos. En términos de trayectoria, particularmente en Estados Unidos de América, se observaba una tasa de política monetaria a diciembre de 2006, algo por debajo de lo que se percibía hace un mes atrás. Menciona que en la actualidad, gran parte de esto ya se ha revertido, por lo tanto, se está muy en línea con lo observado hace un mes atrás.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Gerente de Análisis Internacional, señor Sergio Lehmann, manifiesta que las tasas de interés de largo plazo han mostrando una trayectoria a la baja producto de los indicadores asociados al sector manufacturero que fueron desfavorables y también, al sector construcción, pero en línea con lo que ya planteaban los indicadores más recientes que han hecho rebotar estas tasas y, de hecho, la diferencia respecto a la tasa que se tenía de largo plazo en Estados Unidos de América hace un mes es de sólo de 5 puntos base, versus una diferencia de casi 25 puntos base que en algún momento se mostró. Indica el señor Lehmann, que un movimiento muy similar han presentado las tasas de la Zona Euro y Japón. El dólar ha tendido a apreciarse producto, justamente, de indicadores de actividad más positivos y los movimientos que las tasas de interés han exhibido.

Por otro lado, el señor Lehmann se refiere también a los premios por riesgo en economías emergentes, que después de mostrar un alza hasta principios de diciembre han vuelto a los niveles que mostraban a mediados de noviembre, cuando se realizó la reunión de política monetaria. Señala asimismo, que la excepción es Chile, que tiene un aumento de 10 puntos base, aproximadamente, pero que se asocia exclusivamente a la incorporación dentro del cálculo del MB de un bono de Codelco, emitido durante diciembre, que tuvo un *spread* de 120 puntos base y eso, justamente, explicó la variación que tiene el MB Chile. Comenta el señor Lehmann, que si se excluyen los bonos de Codelco, el *spread* chileno también se mantiene estable y, de hecho si se excluyen los dos bonos que han hecho estas importantes variaciones, el *spread* de Chile está en 70 puntos base, aproximadamente. Agrega que actualmente los bonos de Codelco representan casi el 60% del MB Chile, por tanto, la observación a realizar al respecto debe ser algo más fina. Indica que en términos de Bolsas, se destaca especialmente una clara trayectoria al alza que han tenido en las economías emergentes, mientras que en los mercados desarrollados éstas han estado relativamente estables. Manifiesta el señor Lehmann, que este rendimiento positivo de las bolsas emergentes está asociado a que los flujos de cartera de los inversionistas internacionales han sido positivos.

El Presidente señor Vittorio Corbo ofrece la palabra para comentarios acerca del escenario internacional.

El Vicepresidente señor José De Gregorio comenta que US\$ 67 será el precio promedio del petróleo para este año que es lo que se preveía. El Gerente señor Rodrigo Valdés comenta que ese es el precio que existía al momento del *IPoM*. Agrega el Consejero señor Marfán, que ese precio ya había empezado a bajar, pero que no había evidencia suficiente como para proyectar que esa baja sería sostenida. El Gerente de División Estudios, con respecto al mismo tema, comenta que se proyectaba US\$ 69 hacia fin de año, como referencia, pero teniendo implícito un precio cercano a US\$ 70.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que el MB chileno que aparece en la explicación de Codelco, querría decir que la metodología con que está construido es bastante mala, porque si aumenta la participación de un bono como de Codelco, uno supone que la metodología tiene que controlarse por ese factor. Significaría que para el caso de Chile, que está con *spread* mucho más bajo, que tiene una composición tal que las emisiones son más bien bajas, ha dejado de ser sensible, entonces, no controla por calidad.

El Vicepresidente señor José De Gregorio consulta si el MB es soberano o incluye empresas o si éste es un caso especial, ya que tiene entendido que el MB es un bono soberano. En todo caso, señala el señor Vicepresidente, que la incorporación de Codelco sería porque es una empresa pública, lo que complica porque Chile tiene poca deuda. En su opinión esperaría que el MB fuera solo bono soberano, pero no sabe si otros países también incluyen empresas.



El Gerente de Análisis Internacional, señor Sergio Lehmann, señala que la metodología es standard para todas las economías y efectivamente se trata de medir un *spread* soberano, pero probablemente por tema de tamaño de emisiones, eso ocurre en todas las economías que incorporan también los bonos de empresas públicas. Por tanto, de acuerdo a la metodología que JP Morgan define en este sentido, obliga a la incorporación del bono de Codelco dentro del cálculo. Indica el señor Lehmann, que coincide con el comentario del Consejero señor Marshall en el sentido de que, probablemente, en la actualidad la medición y la interpretación del MB es mucho más débil de lo que era hasta hace algunos años atrás, donde se tenía esencialmente bonos soberanos, particularmente en el caso de Chile. Señala el Presidente señor Vittorio Corbo que cada vez que se ponga en un Informe, debe incluirse una nota al pie de página que explique que se trata de un problema de cambio de canasta.

El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, comenta respecto de cómo se dio vuelta el escenario de Estados Unidos de América y cómo puede darse vuelta nuevamente. Indica el señor Valdés, que si se hubiera realizado esta reunión hace una semana, se habrían presentado datos en rojo, una tasa larga de 25 ó 30 puntos más abajo. Agrega el señor Valdés, que los datos marginales han sido sorprendentemente fuertes y nada asegura que se mantengan, pero se está frente a una volatilidad de datos macro propios de un punto de inflexión.

El Presidente señor Corbo agrega el hecho que se continúa teniendo una economía dividida, con un sector vivienda que se ha corregido fuerte, sustancialmente, como dijo la Reserva Federal en su último comunicado. Pero, al mismo tiempo, se tiene un sector servicios que continúa tremendamente dinámico, el desempleo sigue muy bajo, creándose mucho empleo porque se tienen dos economías distintas. Indica el señor Presidente que la pregunta es hasta qué punto el sector vivienda puede estar permeando al resto de la economía, y las cifras que han salido los últimos dos días muestran lo contrario. Señala el Presidente señor Corbo que cree que el mercado va a seguir preocupado, pero que el punto del Gerente de División Estudios es válido. Agrega que este es un mes y hay que seguir observando, pero se está justamente en el punto de inflexión, y se pregunta hasta qué punto esto es aceleración de los dos trimestres y si es el escenario que la Reserva Federal esperaba. Al respecto, señala que lo interesante es que la economía americana muestra un sector de servicios tremendamente dinámico y que lo más probable es que va a sostener al consumo por más tiempo.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que el hecho que la actividad haya crecido más, se debe a los aumentos de los inventarios en Estados Unidos de América, que es algo que él había mencionado en alguna reunión de coyuntura, lo que no resulta necesariamente una buena noticia. Agrega, que una acumulación no deseada de inventario, puede ser en realidad un anticipo más bien distinto de un debilitamiento hacia futuro. Sin embargo, menciona que le llama profundamente la atención que exista un mercado que espera una actitud un poco más *dovish* de la Reserva Federal, si bien la probabilidad de una baja de tasas ha caído, la probabilidad sigue siendo alta. Hace presente el Consejero señor Marfán, que se dijo que esta situación estaba totalmente pasada de moda, pero sigue siendo superior a un 50%, la posibilidad de que haya dos bajas en el transcurso del próximo año. Indica el señor Consejero, que la Reserva Federal no publica su propia proyección de tasa, pero está con un discurso *hawkish* todo el tiempo, por lo cual propone una interpretación. Manifiesta el Consejero señor Marfán que tiene la impresión que cuando existen efectos de *shocks* del petróleo fuertes, lo que se debería apreciar, y esta es una hipótesis que está planteando, que hay un aumento del IPC, de la inflación observada, y el IPC Core recibe solamente los efectos de la segunda vuelta que se dan en el tiempo y viceversa. Indica, que cuando baja se observa una caída del IPC, el IPC Core demora más tiempo en caer. Agrega, que tiene la impresión de que los efectos de política económica para una misma regla de Taylor, donde se está monitoreando el IPC efectivo a futuro versus el IPC Core contemporáneo son totalmente



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 101
Política Monetaria

14.12.2006 7.-

distintos. Por lo tanto, señala el Consejero señor Marfán que Estados Unidos de América todavía está viendo los efectos de un IPC Core que está recibiendo los efectos, probablemente más bien rezagados, de lo que fue el aumento y se va a demorar un tiempo en reflejar lo que ha sido la rebaja reciente del petróleo. En consecuencia, señala que de alguna manera la política que están siguiendo fue beneficiosa en el momento del aumento, o sea, fue *dovish* cuando subieron los precios del petróleo, pero hoy es particularmente *hawkish*, porque está con un paso que es levemente más atrasado al ver el IPC Core contemporáneo. Señala el Consejero señor Marfán que cree que eso le acomoda, una Reserva Federal o un Banco Central que está monitoreando un indicador de inflación que lleva a pensar que la política tiene que ser *hawkish* y por otro lado, un mercado que es muy *forward looking* y que dice que no hay razón para ser tan *hawkish*, pero probablemente hay un problema de diseño en la política que es más bien monitorear inflación adelantada.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Esteban Jadresic cree que con los últimos datos positivos de Estados Unidos de América, no se puede descartar que estén anticipando un cambio del punto de inflexión, un cambio de escenario, pero es muy temprano todavía para decirlo, porque la verdad es que si se observa incluso un mes atrás, durante la primera parte de ese mes hubo noticias negativas, y de hecho los efectos netos de todo esto probablemente son más bien negativos, respecto a lo que se esperaba hace un mes. Si se mira la interpretación de los mercados financieros, las tasas largas están más bajas que hace un mes, y el dólar se depreció en forma significativa. Indica el señor Jadresic, que lo anterior tiene que ver también con datos favorables en Alemania y en Europa, pero hay un componente pendiente, porque esta apreciación se produjo al comienzo, cuando los datos fueron negativos. Entonces, cree que todavía se está hablando de algo que puede durar, pero que supone está dentro del rango de las fluctuaciones que se han estado observando desde hace algún tiempo, y que corrobora un escenario central de una desaceleración moderada.

El Gerente de División Estudios, señor Valdés agrega un comentario respecto a la interpretación de la Reserva Federal. Señala que en una lectura se enteró que estaban muy incómodos con el tipo de cambio, a propósito de que el mercado, al esperar baja de tasa, puede haber generado esta depreciación reciente, y vía tipo de cambio se le estaba complicando el panorama inflacionario, además del tema de las brechas.

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

El Gerente señor Magendzo manifiesta que las noticias del último mes apoyaron el escenario de mayor actividad previsto para este trimestre, con un Imacec de octubre que creció por sobre 5% anual (4,6% sin efecto calendario), revirtiendo parcialmente la debilidad del tercer trimestre, en especial en la industria. Agrega, que a ello se suma que la inversión ha recuperado dinamismo tras la caída del segundo trimestre, lo que es coherente con el escenario de mayor crecimiento proyectado para los trimestres venideros, pero no modifica el riesgo que la desaceleración de la actividad sea más duradera. Señala el señor Gerente, que por el lado de la inflación, no se verificaron noticias relevantes en el mes, aunque el escenario de corto plazo sigue estando muy por debajo de lo proyectado en septiembre, y que no se observan presiones inflacionarias relevantes. Indica el señor Magendzo, que las expectativas de mercado para la tasa de política monetaria se han alineado con un escenario de mantención en los próximos trimestres, mientras las expectativas de inflación a uno y dos años plazo se mantienen por debajo de 3% anual y las de más largo plazo, siguen ancladas a este valor.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 101
Política Monetaria

14.12.2006 8.-

Destaca el señor Gerente de Análisis Macroeconómico, que en los mercados financieros nacionales, las expectativas para la tasa de política monetaria se han alineado con un escenario de mantención en los próximos trimestres, lo que se aprecia tanto en la curva *forward* como en la encuesta de expectativas de mercado. Agrega, que el resto de las variables financieras no muestran mayores novedades. Señala el señor Magendzo, que si de algo conviene hacer mención es que la tasa de crecimiento anual del crédito sigue atenuándose. Menciona que las tasas de interés de mercado no tuvieron mayores cambios, y las de los documentos del Banco Central tuvieron descensos de entre 5 y 20 puntos base, especialmente, concentrado en plazos más cortos (BCP2 y BCU5). A su vez, señala que el dinero, siguió creciendo a tasas anuales entre 8% y 16%, según la definición que se utilice. Menciona, que con respecto al tipo de cambio peso-dólar, éste se ubicó en niveles algo más apreciados que los vigentes hace un mes, luego de deshacer la depreciación mostrada hasta fines de noviembre. Hace presente, que en términos multilaterales, en cambio, el peso se ha depreciado en los mercados externos producto del alza del euro y del yen. Por otra parte, señala que el tipo de cambio real continúa en niveles similares a los de los últimos seis meses.

Comenta el señor Magendzo, que las noticias de actividad del último mes se enmarcaron en el escenario de mayor crecimiento proyectado para el trimestre en curso. La tasa de variación anual del Imacec se ubicó por sobre 5% y en 4,6%, eliminados factores calendario, y ambos valores por sobre el promedio del tercer trimestre. Destacó también el Gerente Análisis Macroeconómico, que la industria tuvo un crecimiento mayor al de los meses previos, al mismo tiempo que la actividad del comercio se apreció menos dinámica, lo que en todo caso, no modifica el riesgo de que la desaceleración de la actividad observada en el tercer trimestre sea más duradera.

Indica el señor Gerente de Análisis Macroeconómico, que en la demanda interna se destaca un mejor panorama para la inversión; las importaciones de bienes de capital fueron superiores a lo previsto en noviembre; y, además, el panorama de corto plazo se aprecia más auspicioso, dada la puesta en marcha de distintos proyectos incluidos en el catastro. Señala que, al mismo tiempo, la información de ventas de viviendas y los meses necesarios para agotar el stock ha seguido rompiendo la tendencia negativa que mostró en buena parte de 2006. Indica el señor Madgenzo que las expectativas tanto de consumidores como de empresarios no tuvieron grandes variaciones, manteniéndose en torno o por sobre los valores neutrales.

Agrega el señor Madgenzo que en octubre, el consumo habría crecido a tasas anuales algo por sobre las del tercer trimestre, aunque las cifras de ventas del comercio de ese mes fueron relativamente débiles y otros indicadores presentaron un comportamiento positivo en el mes. Señala que en particular, las ventas industriales y las importaciones de bienes de consumo, siguen creciendo en volumen a tasas del orden de 10% anual.

En su exposición, el señor Magendzo menciona que el débil crecimiento del comercio en octubre, bastante inferior al promedio de los primeros tres cuartos de 2006, se estima, por el momento, que se debería a los vaivenes propios de las ventas del sector, no reflejando necesariamente una menor fortaleza del consumo. Además, hace presente que otros indicadores —ventas industriales— tuvieron un comportamiento positivo. Agrega, que en relación con esto último, en octubre el crecimiento de la industria fue bastante superior al del tercer trimestre. Indica el señor Magendzo que dentro de los sectores, los que destinan su producción a la sustitución de importaciones siguieron con tasas de variación anual negativas, aunque a diferencia de lo que ha sido la tónica del último año, su nivel no continuó cayendo.

Menciona el señor Magendzo que los datos del trimestre móvil finalizados en octubre muestran un panorama del mercado laboral similar al de los meses previos, esto es, un aumento significativo del empleo total focalizado en un crecimiento aún mayor del empleo asalariado, y una menor tasa de desempleo y de participación laboral. Señala que con respecto a esto último, la información disponible tras los cambios en la encuesta de empleo del

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 101
Política Monetaria
14.12.2006 9.-

Instituto Nacional de Estadísticas no permite realizar, por ahora, aperturas de la información por edades, siendo sólo apreciable que la participación de las mujeres haya devuelto una parte del incremento que tuvo entre el 2003 y 2005. Por su parte, la de los hombres sigue una tendencia descendente por lo menos en los últimos siete años. Indica que otras fuentes de información, como la Asociación Chilena de Seguridad, también muestran un crecimiento importante del empleo. Agrega, que por el lado de los salarios y costos laborales unitarios, las tasas de incremento anual y velocidades de ambos siguieron disminuyendo.

Hace presente también, que en noviembre la inflación y sus indicadores de tendencia siguieron reflejando un escenario de incremento de los precios bastante por debajo de lo proyectado en el *IPoM*, aunque sin sorpresas de cuantía respecto de lo previsto hace un mes. Señala, que la inflación mensual del IPC resultó negativa por segundo mes consecutivo, nuevamente producto del menor precio de los combustibles en el mercado interno, a los que en esta ocasión se sumó el efecto sobre las tarifas del transporte público. Indica el señor Gerente, que la inflación subyacente IPCX1, a diferencia de los meses previos, estuvo en línea con lo proyectado.

En los indicadores de tendencia, manifiesta el señor Gerente que la velocidad de la inflación IPCX1 siguió sin dar indicios de una aceleración, siguiendo algo por debajo de 2% anual por varios meses. Las medias podadas y el IPCX2 presentaron comportamientos opuestos, algunas profundizaron su caída y otras exhibieron un leve repunte.

Por último, señala el Gerente de Análisis Macroeconómico, que las expectativas de inflación a distintos plazos no han experimentado cambios sustanciales en las últimas semanas, las de más corto plazo, por debajo de 3% y las de más largo plazo ancladas al 3%.

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

Consulta el Vicepresidente señor José De Gregorio si las proyecciones de corto plazo son consistentes con el *IPoM*, o mayores, o menores que éste.

El Gerente señor Madgenzo señala que para el tercer trimestre respecto al *IPoM* fueron menores de lo que se esperaba y que el cuarto trimestre es muy similar. Agrega que en todo caso, aún está presente el riesgo de que exista una mayor persistencia de la desaceleración recientemente observada.

El Gerente señor Igal Madgenzo señala que la inflación del IPC de noviembre se ubicó en línea con lo esperado, que fue 2,1% anual. Por su parte, la inflación del IPCX1, a diferencia de lo que había ocurrido en meses anteriores, también estuvo en línea con lo esperado.

Comenta también el señor Madgenzo que en los últimos meses las medidas de tendencia inflacionaria han ido hacia la baja y que en el presente mes se presenta un comportamiento mixto, esto es, hay algunas cosas que dejaron de bajar o repuntaron algo. Además, señala el señor Madgenzo que también se modifica a la baja el panorama de inflación subyacente de corto plazo por una nueva evaluación de su velocidad de convergencia esperado. Sobre este comentario, el Vicepresidente señor De Gregorio consulta sobre lo expuesto en cuanto a que todas las tendencias inflacionarias que se tenían el mes pasado venían apuntando hacia abajo y por el otro lado, que la situación se hubiese puesto mixta, unas para abajo y otras para arriba, pero modificamos a la baja el panorama subyacente.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 101
Política Monetaria
14.12.2006 10.-

El Gerente señor Madgenzo, hace presente que lo anterior se produce porque se volvieron a revisar las velocidades que se tenían y a replantearse la convergencia que tiene el IPC subyacente hacia el 3%. Al respecto, señala que se tiene una convergencia un poco errática, pero eso no se desprende directamente de las noticias, sino que de algo más de persistencia a una inflación o una velocidad que está baja.

El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés señala que quiere precisar, que en su opinión, no sorprende lo que pasó en este mes, amparados por la RPM anterior, pero sigue siendo cierto que la menor inflación que se ha presentado en los últimos meses no se ha revertido. Lo anterior, lleva también a reevaluar la posibilidad de que el IPCX1 prontamente tome fuerza.

En materia de inversión, el Gerente señor Igal Madgenzo, señaló que las importaciones de bienes de capital siguen en cero, medidas en promedios móviles, sin embargo los últimos datos se encontrarían en cifras más positivas. El señor Ministro consulta qué sucedería si no se incluyera el Transantiago en los gráficos que se muestran. El señor Madgenzo comenta que el Transantiago representa \$ 120 millones de dólares. Agrega que en octubre el pick fue de \$ 156 millones de dólares, en noviembre \$ 68 millones de dólares y en diciembre \$ 68 millones de dólares. En enero y febrero todavía había \$ 40 y \$ 20 millones de dólares, pero en todo caso se trata de una cifra menor.

El señor Madgenzo señala que en la RPM pasada se identificó en el IPC aquellos bienes que correspondían a sectores industriales que están en esta categoría de transables y se ha apreciado que durante el 2005 se produjo una caída de los precios relativos de estos bienes que es muy importante, y el 2006 presenta una caída bastante más pronunciada.

Sobre el particular, el Presidente señor Vittorio Corbo señala que se ha podido determinar que China desplaza a Brasil y, en consecuencia, la industria nacional que podía competir con los zapatos de Brasil no puede hacerlo con los de China porque ingresan al mercado a precios muy bajos. Se trata, en consecuencia, que están cambiando los orígenes de dónde vienen las exportaciones y eso comienza a dificultar a sectores que antes podían competir con Brasil o Corea pero no con China. Agrega que China está desplazando a otras fuentes de importación, no al producto local, pero sí le quitan el margen al mercado local.

El señor Valdés señala que hay varios temas con China, pero el punto en particular, es si China exporta deflación para un mismo bien, es decir, que el mismo bien es cada vez más barato y, por tanto esto no tiene fin. En otras palabras, el mismo zapato cuesta cada año más barato. Agrega que ese no es el caso, ya que China entra normalmente a un precio para un mismo bien más barato que el resto del mundo cuando ya lo produce. Gana la cuota de mercado, pero esta pseudo deflación que importamos de China no es que caiga ese bien de nuevo, sino que el precio de otro bien vuelve a caer y vuelve a ganar cuota de mercado en el mercado siguiente y así existe un efecto repartido en el tiempo de una penetración de un precio de un salto por una vez.

El Consejero señor Manuel Marfán menciona que la hipótesis que ha planteado en alguna oportunidad, que el gran crecimiento de China, liderado por sus exportaciones, aporta al crecimiento mundial, pero también produce algún *crowding out* en otros países. Señala que el asunto que plantea el Gerente de División señor Valdés también es una historia de *crowding out* y, frente a ello lo que se señaló como hipótesis es que Chile también estaba perdiendo competitividad frente a nuestros vecinos. Lo anterior, se observa menos porque



BANCO CENTRAL DE CHILE

nuestros vecinos también pierden competitividad frente a China. En su opinión, hay que trabajar más en este tema, pero el punto está en dos cosas; primero, que si es un cambio estructural entonces no es mucho lo que la política monetaria puede realizar. Y en segundo término, como se trata sólo de algunos sectores y no se generalizó el efecto sobre el tipo de cambio real de equilibrio, la verdad es que éste debiera ser muy marginal, ya que se aprecia en la producción industrial, pero no en la balanza de pago en su conjunto.

Por otra parte, el Consejero señor Marfán señala que, en su opinión, el valor de las importaciones sube porque la demanda interna por bienes de esa categoría importable aumenta, ya que son más baratos; la producción nacional cae; y, por lo tanto, las importaciones necesariamente tienen que subir incluso en valor. Por consiguiente, el valor de las importaciones subiría y si éste sube requerimos importar más porque el efecto cantidad es enorme y el efecto precio es más bien bajo. Agrega también, que si se colocan estos antecedentes en cualquiera de los modelos del tipo de cambio real, el resultado está dentro del rango estadístico y no se traduce en nada significativo. En consecuencia, tiene la impresión, que se tiene que tener la conciencia tranquila de que el problema no es el tipo de cambio, sino que más bien es que se tiene un cambio estructural en los mercados internacionales.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco señala que habría que ser cuidadoso con esa afirmación, porque lo que puede ser cierto de los agregados no tiene por que serlo en los sectores individuales. Agrega, que en lo que ha señalado el Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, esa ganancia en términos de intercambio puede que tenga efectos beneficiosos para el consumidor y en la cuenta.

El Gerente de División Estudios señor Valdés señala que no desea que quede la impresión de que el tipo de cambio no tiene nada que ver con esta historia, porque la verdad es que en el año 2004 respondió en ese sentido a un tipo de cambio de \$750. En consecuencia, también algo de la depreciación real hubo en ese tiempo que generó efectos.

El señor Ministro señala que para decirlo de otro modo, este precio relativo es producto de dos elementos nominales dividido por uno nominal y cualquiera de éstos que estén en el numerador puede cambiar o tener un efecto. En consecuencia, señala que uno puede no querer pronunciar la palabra tipo de cambio, porque trae preocupación en ciertas personas, pero sí es pertinente por definición.

El Consejero señor Enrique Marshall, señala que tiene un comentario respecto del comportamiento del empleo asalariado y cuenta propia. Agrega el señor Consejero si se tiene alguna explicación relacionada con cambios en práctica laborales, que lleva al punto de que, a lo mejor, se le está asignando bastante importancia a este vigoroso crecimiento del empleo asalariado, que podría ser más bien un reacomodo a las nuevas prácticas laborales y ajuste a la legislación que conduzcan a que en realidad sea menos vigoroso de lo que lo que se está observando.

El Vicepresidente señor José De Gregorio, sobre el mismo tema indica que toda hipótesis que se espera, dada la rigidez del mercado del trabajo es que pierda vigor el empleo por cuenta propia y sea más vigoroso el empleo asalariado. Señala que no le parece tan relevante para entender lo que está pasando en el mercado laboral, porque igual el dinamismo que se observó en el período 2002-2003 resulta fuerte en empleo asalariado.

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 101
Política Monetaria
14.12.2006 12.-

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Madgenzo señala que no cuenta con una historia bien fundada, y que existe bastante incertidumbre también respecto a la medición que realiza el INE, la que nació en el año 2003, cuando hubo un crecimiento muy fuerte del empleo por cuenta propia y nunca se entendió bien porque en ese momento se decidió sacar esta parte del empleo de todas nuestras consideraciones y, ahora, lo que se está viendo es una reversión, una cierta normalización. Agrega que incluso hay puntos extraños, en que el empleo por cuenta propia cayó tremendamente; entonces más que nada lo que se fue ganando es una gran incertidumbre respecto a la medición de esta parte del empleo.

Por otra parte, indica el señor Madgenzo que de lo que sí se tiene certeza es que el comportamiento del empleo asalariado, se parece mucho al que se ve en otras fuentes. En consecuencia, existe cierta incertidumbre a que el empleo asalariado está teniendo ese comportamiento, constituye un crecimiento legítimo del empleo.

El Gerente de División Estudios señor Valdés agrega que lamentablemente hay análisis sobre esta materia que quisiera realizar, pero no es posible hacerlo hasta que el INE haga el trabajo completo, que consiste en visualizar qué está sucediendo con la participación por grupos, por zonas y para que sea más informativo.

El Consejero señor Manuel Marfán comenta que existe una tasa en la OIT, que le parece adecuada como indicador, porque hay poca costumbre de realizar una medición con la tasa de ocupación, o sea es el empleo sobre toda la población que está en edad de trabajar, porque eso es una mezcla entre tasa de participación. Agrega que tiene la impresión de que ésta es mucho más estable porque tiene más información cíclica que la tasa de desempleo, que es más bien una cuestión de sensación térmica que depende mucho de la evolución de la fuerza de trabajo.

Por otra parte, señala que en el día de hoy aparece una entrevista al economista señor Mario Marcel en el Diario El Mercurio, que le parece interesante de considerar, porque cree que él está revisando la propuesta de la regla fiscal, pero dice que el Banco Central tuvo algunos problemas de política económica, principalmente, por las cifras del mercado del trabajo. Agrega el señor Marfán que sería interesante saber si efectivamente el hecho de que el INE haya cambiado las cifras de empleo, motivó el que se pudiera haber tomado una decisión distinta.

El señor Madgenzo, sobre el tema, señala que en el *IPoM* de mayo se mencionó que se estaban tomando con cautela las cifras de costos laborales.

El señor Valdés menciona que este año, con las nuevas cifras, se dejó de dar credibilidad completa a las cifras de empleo en la toma de decisión y análisis. Sin embargo, lo que no cambió y tampoco se modifica con las cifras nuevas, es el cuadro de fuerte creación de empleo que hubo en el año 2005, con su consecuente efecto en costos laborales unitarios.

El Consejero señor Marfán indica que desea comentar que el señor Mario Marcel es un buen economista y muy honesto, y cree, que no tiene intenciones políticas en lo que ha señalado, de modo que lo tomaría con buena fe de que él realmente piensa así. No obstante, tiene la sensación que cuando el Gobierno impulsa la regla fiscal, lo que está implícitamente pensando es que cuando esa regla tiene un componente anticíclico éste es tenue y que, por lo tanto, la política monetaria debería jugar un rol anticíclico más fuerte. En consecuencia, a su juicio, si existe una desaceleración, el discurso consistente y coherente de ellos es que la política monetaria no jugó el rol anticíclico que debió haber tenido. Le parece que ese es el



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 101
Política Monetaria
14.12.2006 13.-

punto de fondo. Entonces, lo que se está diciendo es que el Banco Central también tiene esa regla y por lo tanto si es que hay que hacer algún rol anticíclico debiera ser más bien la política fiscal. Agrega que su impresión del planteamiento del economista señor Marcel es que éste propone revisar la regla fiscal, lo cual le parece adecuado porque ésta es inmune a *shocks*.

El Vicepresidente señor José De Gregorio, con respecto a esta discusión, señala que el Banco tuvo una sorpresa la que tendrá implicancia en los aspectos de política monetaria, en el sentido si el menor nivel de actividad, independiente de que si es transitoria o permanente, tiene impacto sobre la presión inflacionaria. Por otro lado, con respecto del tema laboral recuerda que hubo discusiones previas sobre nuestras cifras de costo laboral, ya que se advertía que había cierta anormalidad.

El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, respecto de los comentarios del Consejero señor Marfán y del señor Vicepresidente, señala que separaría el tema en dos partes. Una muy discutible que cree que no está saldada, consistente en el grado de activismo de la política macro y la responsabilidad del lado del Banco Central o del lado del Fisco, en ese activismo total. Agrega que, en su opinión, uno está amarrado a la regla fiscal, mas la meta de inflación y eso le pone cierta cota al activismo a la política macroeconómica. Cree, sin embargo, que con grados distintos de activismo se hubiesen hecho cosas muy distintas porque lo que se produjo en realidad, fue una evolución de la economía inesperada en que no hubo forma de preverla. Nota que en este tema hay que reconocerle al ex Ministro señor Nicolás Eyzaguirre que lo señaló como un riesgo en estas reuniones, en varias oportunidades. Sin embargo, cree que es injusto decir que era evidente hacer una política más expansiva, porque fue un *shock*.

El Consejero señor Marfán señala que declara cierta culpabilidad de la acusación que realizará porque no quiere deslindar ninguna responsabilidad en lo que le compete, pero tiene la impresión que la corrección que se hizo de la tasa neutral, si se hubiera usado esa nueva metodología antes, la política monetaria habría comenzado a ser menos *hawkish*. Agrega que en su opinión muy honesta y genuinamente pensábamos que la tasa neutral estaba donde se encuentra. Expresa que no se siente moralmente culpable, salvo de la constante metodológica, pero que nos llevaba para otra dirección, no para la que finalmente se corrigió, y piensa que este es un punto distinto que la sorpresa porque es un cambio de nuestro modelo.

Se retira de la Sala el señor Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco Brañes y su Asesor Macroeconómico señor Luis Felipe Céspedes Cifuentes.

El Presidente señor Vittorio Corbo señala que el Banco amortiguó ese efecto porque para el horizonte más corto se usó una más baja que lo que daba la tasa neutral y se pensaba que a ésta se iba a llegar mucho después.

El Presidente, señor Vittorio Corbo, suspende la Sesión a las 13:50 horas e informa que la misma se reanudará a las 16:00 horas.

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 101
Política Monetaria
14.12.2006 14.-

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 101.

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 noviembre, el Consejo decidió mantener la tasa de interés de política monetaria en 5,25% anual, nivel que mantiene desde julio pasado. En la decisión antes referida, se consideró que la actividad seguía mostrando un dinamismo reducido y la inflación era menor que la esperada, tanto por menores precios del petróleo como por una menor tendencia inflacionaria. Asimismo, se comunicó que cambios futuros en la tasa de política monetaria dependerían de la nueva información que se acumulara y sus implicancias sobre la inflación proyectada, estableciendo de ese modo un sesgo neutral.

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

- En el lado externo, al igual que en los últimos meses, el menor dinamismo de Estados Unidos de América se sigue compensando por la mayor fortaleza de otras regiones, en particular Europa. Las condiciones financieras continúan favorables, con reducciones adicionales en las tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos de América y alzas solo moderadas en los *spreads* soberanos de países emergentes. Los precios alcanzados por el cobre y el petróleo no modifican el cuadro de disminución gradual de ambos precios. El dólar se ha depreciado respecto de otras monedas de países desarrollados.
- En el ámbito interno, se observan incipientes signos de reversión de las tendencias observadas en los últimos meses, que daban cuenta de un menor dinamismo de la actividad y una tendencia de la inflación cada vez más reducida. Por un lado, la información disponible apoya el escenario de mayor crecimiento de la actividad previsto para el cuarto trimestre. La inversión sigue creciendo y el sector industrial tuvo un repunte notorio. El desempleo continúa disminuyendo y la creación de empleo asalariado sigue muy robusta. Por otro lado, si bien la tendencia inflacionaria se mantiene baja y las presiones de costos están contenidas, hay señales más mixtas respecto de la dirección que está siguiendo la tendencia inflacionaria.
- Ha continuado el ajuste hacia abajo de la estructura de tasas de interés, tanto nominales como reales. Ello refleja tanto movimientos de tasas externas a la baja como el aplanamiento de las expectativas para la tasa de política monetaria en los próximos trimestres. El crecimiento del crédito ha seguido atenuándose.

Señala el Gerente de División Estudios señor Valdés, que con los antecedentes disponibles, es difícil justificar una opción distinta a la de mantener la tasa de política monetaria en esta reunión.

Menciona el señor Valdés que, al igual que el mes pasado, se puede descartar como opción un aumento de la tasa de política monetaria hoy. Agrega que desde el último *IPoM*, se ha ido consolidando un panorama de inflación reducida, influido por el comportamiento tanto de la actividad como de la tendencia inflacionaria efectiva y de los

h



BANCO CENTRAL DE CHILE

costos. Indica también el señor Gerente de División Estudios, que en el escenario base de proyecciones, ya se contemplaba mantener la tasa de política monetaria por un tiempo prolongado, para reiniciar luego aumentos graduales. Menciona que las novedades acumuladas desde septiembre apuntan hacia una trayectoria de la tasa de política monetaria por debajo de aquélla.

Señala el Gerente de División Estudios, señor Valdés que al igual que en el mes anterior, no parece haber justificaciones suficientes para considerar como opción plausible, para esta reunión, reducir la tasa de política monetaria. Comenta el señor Valdés, que si bien la baja tendencia inflacionaria y la postergación que ha tenido el cierre de holguras de capacidad podrían requerir de un mayor impulso monetario, de manera de reorientar la inflación hacia 3%, no es evidente que, con la tasa de política monetaria en su nivel actual, la inflación proyectada a dos años sea muy distinta de 3%. Además, las novedades acumuladas desde la última reunión no han profundizado el cuadro de ampliación de brechas y menor tendencia inflacionaria, sí algo ha tendido a validar el escenario de reaceleración de la actividad. Señala el señor Gerente de División, que a ello se suman las buenas perspectivas que continúan para los determinantes más próximos del crecimiento, como el buen escenario internacional (que mantiene riesgos), condiciones financieras internas favorables, el impulso fiscal esperado para 2007 y la reversión de algunos fenómenos puntuales. Agrega que las expectativas privadas son coherentes con el escenario de reaceleración de la actividad y de la inflación contenida, mientras el menor desempleo pone alguna cuota de cautela sobre la magnitud de las brechas efectivas.

Menciona el señor Valdés que, aún cuando no sea evidente que la inflación proyectada al horizonte de dos años difiera de 3%, cabe analizar la pertinencia de una política monetaria más activa, de manera que la convergencia al centro del rango meta ocurra antes del fin de ese horizonte. La principal ventaja asociada es que, ante un *shock* de demanda como el que se ha tenido, al menos en parte, ello permite alinear más rápidamente tanto la inflación como la brecha de actividad. El principal punto en contra de esta acción es la inestabilidad que podría sufrir la tasa de política monetaria. En particular, podría ser necesaria una reversión del instrumento al corto andar para evitar que la inflación sea excesiva hacia horizontes más largos, que, transcurrido un tiempo, serán parte del horizonte de proyección. Indica el señor Valdés que, la cuantificación precisa de estos factores requiere de un ejercicio completo de proyecciones, por lo que para su evaluación puede ser pertinente esperar hasta el proceso de preparación del próximo *IPoM*.

Señala el Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, que en suma, es difícil justificar una opción distinta a la de mantener la tasa de política monetaria en esta reunión. De hecho, y a pesar de que la comunicación anterior del Banco ha dejado en claro que el signo del próximo movimiento será contingente a las novedades, una acción distinta a mantener sería muy sorpresiva, a la luz de la expectativa prácticamente unánime de mantención y de las novedades del mes aún poco concluyentes.

Finalmente, hace presente el señor Valdés que, en caso de mantenerse la tasa de política monetaria, no se estima necesaria una modificación del tenor del comunicado de noviembre, porque el último ajuste realizado deja abierta la posibilidad de distintos cursos de acción.

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

El Gerente de Investigación Económica don Klaus Schmidt-Hebbel hace presente que respecto del último mes, las novedades han sido menores, tanto interna como externamente. Señala el señor Gerente, que en lo externo, se confirma un escenario de una



BANCO CENTRAL DE CHILE

economía mundial boyante, para el bienio 2007-2008, con riesgos acotados, y en lo interno, el mayor crecimiento del Imacec y distintas medidas de inflación sugieren un quiebre de la tendencia hacia menos crecimiento y menor inflación observada en meses precedentes.

Asimismo, el Gerente de Investigación Económica señala que está de acuerdo con la opción de mantener la tasa de política, pero agrega que quiere detenerse en la posición de la política monetaria actual, a la luz de la coyuntura actualmente observada y las proyecciones y expectativas para la inflación, el producto y las tasas para el horizonte de política, en torno a los dos años.

Agrega el Gerente de Investigación Económica don Klaus Schmidt-Hebbel, que en relación a la brecha y al crecimiento, distintas medidas de brechas indican que la economía chilena está en una situación de pleno empleo o muy cercana a ella. La tasa de desempleo nacional está algo por debajo de la mejor estimación disponible para la tasa natural. Las estimaciones para la brecha de actividad, la diferencia entre el PIB efectivo y el nivel potencial estimado, varían entre levemente positivas y levemente negativas. Indica que existe mayor incertidumbre en nivel y tasa de crecimiento del PIB potencial. Agrega que nuestro escenario base de crecimiento futuro de 5,3% y otras proyecciones a 5,7% (CEPAL) en 2007, y tasas en torno al nivel de crecimiento potencial para 2008, sugieren sobre-empleo o brecha positiva para el futuro próximo y, ciertamente, para el horizonte de política.

Asimismo, el Gerente de Investigación Económica hace referencia a las proyecciones y expectativas de inflación. Indica que sobre los escenarios de tendencia de mediano plazo, de cuidar en el precio del petróleo a lo largo de 4 ó 5 años, éste se reflejaría, ciertamente en una inflación del IPC total por debajo del IPC subyacente, por varios años y por el mismo período -una brecha persistente entre ambos- las proyecciones de inflación y las distintas medidas de compensación inflacionaria y de expectativas apuntan a un amplio rango de proyecciones de entre 2,35% y 5% para horizontes entre 1 ó 3 años, quizás centradas algo por debajo de 3%, dependiendo de cómo se ponderan.

Agrega el Gerente de Investigación Económica don Klaus Schmidt-Hebbel, que las medidas de impulso monetario y de brechas entre la tasa de política monetaria efectiva y neutral coinciden en reflejar una política monetaria aún expansiva. Indica que el impulso monetario actual, contribuye a un mayor crecimiento de 1,5%, y la tasa de política monetaria actual está aún a 50-125 puntos base por debajo de distintas medidas de la tasa neutral.

Finalmente, agrega el Gerente de Investigación Económica que en expectativas de inflación bien ancladas, una brecha de actividad positiva o sobre-empleo a un horizonte en torno a 2 años plazo, proyecciones de inflación, expectativas de inflación y medidas de compensación inflacionaria cercanas a 3%, pero con una gran depresión en el horizonte de política, y considerando que la tasa de política monetaria actual está entre 50 y 125 puntos base por debajo de la tasa estimada neutral, no se debiera descartar fácilmente la opción de subir las tasas en el futuro próximo.

El Gerente de División Operaciones Financieras, señor Esteban Jadresic, señala que básicamente está de acuerdo con lo propuesto por la Gerencia de División Estudios. Agrega que hay un par de elementos del diagnóstico que quiere mencionar. El primero se refiere a que la tendencia inflacionaria se mantiene baja y las presiones de costo están contenidas, e indica que hay señales más mixtas respecto de la dirección que está siguiendo la tendencia inflacionaria. Indica que este tema se discutió en la reunión realizada en la mañana y no resulta claro, ya que al menos en las nuevas medidas que ha presentado la Gerencia de División Estudios es que se corrigen por efectos estacionales al obtener estas medias podadas de menos tendencia inflacionaria. Indica que esos datos apuntan a una tendencia inflacionaria que continúa a la baja en la mayoría de los casos y también por debajo del 3%. Manifiesta el señor Jadresic, que se señala una postergación en el cierre de holguras de capacidad y ese

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

item cree que es algo menos claro porque no sólo se ha postergado sino que también ha aumentado en algo la magnitud de la brecha observada. Hace presente el Gerente de División Operaciones Financieras que si se observan las proyecciones presentadas en la reunión de la mañana, el supuesto que hay es que la caída o las sorpresas del tercer trimestre casi se compensan en buena medida durante el cuarto trimestre. Agrega que es un poco más bajo y esto ratifica que la brecha habría crecido. Agrega que en todo caso, este es un supuesto relativo que puede ser considerado optimista y los datos más recientes de actividad lo apoyan en alguna medida. Asimismo, el señor Jadresic menciona que no es tan claro que se haya postergado este cierre de holguras, sino que también a lo mejor ha aumentado un poco la brecha, atendido que estos dos elementos apuntan hacia una misma dirección. El señor Jadresic está de acuerdo con la recomendación que se refiere a la inestabilidad que podría sufrir la tasa de política monetaria con los consiguientes riesgos de comunicación y de pérdida de efectividad y potencialmente de credibilidad del mensaje del Banco Central y por ello, comparte que en esto hay que moverse con cautela y es pertinente esperar hasta el proceso de preparación del próximo *IPoM*, para hacer proyecciones más detalladas y cuidadosas al respecto.

El Gerente de División Política Financiera señor Pablo García, señala que como se ha discutido en otras ocasiones, hay diversos motivos para justificar una decisión de política monetaria en particular. Puede ser para reflejar noticias en la nueva información que justifiquen un cambio de estrategia de política, acciones que consoliden una estrategia previa ya establecida, o movimientos para enfrentar situaciones de riesgo a futuro. La decisión de pausar de forma más prolongada y reflejar ello en el comunicado en y desde el último informe se puede entender como lo primero. En la actualidad, difícilmente es posible justificar una estrategia distinta a mantener la tasa de política monetaria a la espera de noticias, por lo que cualquier acción, en términos de movimientos, debiese ser sobre la base de los riesgos.

Señala el señor García que en ese ámbito, estima que los riesgos inherentes a mantener la tasa de política monetaria no son menores que los riesgos de una reducción en cada ocasión. Ello, pues si frente a una reducción ahora es necesario volver a incrementar la tasa de política monetaria, ello sería en un horizonte prolongado de tiempo en el futuro. Por el contrario, manifiesta que en caso de mantenerla, los riesgos de tener que realizar luego acciones más agresivas y en un plazo corto son más aparentes. De esta forma, el riesgo de inestabilidad por movimientos más bruscos en las tasas cree que es superior en el caso de mantener que en el caso de realizar una reducción moderada. Por ello, señala el Gerente de División Política Financiera la decisión de reducir la tasa de política monetaria, en esta ocasión, estima que no es completamente descartable a futuro.

El Gerente de División Estudios señala que tratará de dilucidar dos hechos, a los cuales se le dieron características muy distintas por parte del Gerente de Investigación Económica señor Klaus Schmidt-Hebbel y el Gerente de División Operaciones Financieras, señor Esteban Jadresic.

Sobre el particular, el señor Valdés comenta que no se pueden tener discusiones de implicancias de política sin tener los hechos claros respecto de lo que está pasando. El primer hecho se refiere a lo que planteó el señor Gerente de Investigación Económica, quien se refirió a que las brechas prácticamente pueden ser hoy día para el otro lado, es decir que existe sobre-empleo o que estamos ad portas de un riesgo de sobre-empleo que tiene su lógica en la tasa de desempleo del INE exclusivamente. El Gerente de División Operaciones Financieras señor Esteban Jadresic argumentó el caso contrario, o sea que hoy día se tiene una brecha amplia. Al respecto, el Gerente de División Estudios señor Valdés señaló que la realidad precisa ciertamente se desconoce. Sin embargo, agrega el señor Valdés que de los datos recopilados se puede decir, en primer lugar, que las brechas actuales son más amplias de lo esperado; en segundo lugar, que la brecha es positiva hoy día y, en

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

tercer lugar que en este trimestre no se está ampliando la brecha, sino que se amplió básicamente en los últimos trimestres, pero el margen va a tener una velocidad fuerte y por tanto, no es una ampliación más. El señor Valdés cree que se va a tener que seguir discutiendo y tener otros elementos sobre la mesa para hacer un esbozo. Agrega, que la magnitud precisa está abierta a discusión.

Finalmente, el Gerente de División Estudios se refiere a la inflación. De acuerdo a lo expuesto por el Gerente de Investigación Económica existe un amplio espectro de medidas de inflación que van desde 2,5% y 5% y, por lo tanto, básicamente estaríamos centrados en 3% en cuanto a las expectativas en un horizonte de dos años. En cambio, el Gerente de División Operaciones Financieras señor Jadresic, se refirió al lugar que ocupa hoy la tendencia inflacionaria, sin referirse a que haya una reversión en las medidas. Manifiesta el señor Valdés que de lo expuesto anteriormente, se desprende que el promedio de inflación no es 3% está bajo el 3%, e indica que claramente tenemos una inflación bajísima y lo mismo se observa para el próximo año. Menciona también que durante el segundo semestre del próximo año podríamos estar algunos meses bajo el 2%, y que las expectativas de largo plazo siguen bien ancladas y claramente no hay desanclaje. Por último, el Gerente de División Estudios hace presente que las medidas puntuales en el margen muestran un cuadro menos evidente que el que se tenía en los últimos meses, y señala que es rescatable que no se siga profundizando la caída de tendencia inflacionaria hoy día.

El señor Ministro de Hacienda don Andrés Velasco, señala que va a comentar cuatro puntos. En primer lugar, cree que es difícil un argumento para una opción que no sea la mantención por lo que no tiene nada más que añadir, y se suma a lo que parece ser un consenso bastante amplio. En segundo lugar, en cuanto al balance de los riesgos, señala que tiene un signo muy claro, ya que el riesgo que haya más persistencia de la baja en actividad es sólo una observación y señala que construir hipótesis basándose en una observación es un poco aventurado. Indica el señor Ministro que en materia inflacionaria cree que es exactamente lo mismo. El balance de los riesgos a su juicio es un balance que lleva a temer, es decir que ocurra precisamente lo que acaba de mencionar el Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, en el sentido de tener un período sostenido de tiempo en que varias de estas estaciones estén por debajo de 2%. El señor Ministro de Hacienda no cree que esto lleve a un desanclaje sistemático, sino que las expectativas de los analistas en Chile se toman de manera bastante acientífica, lo que puede llegar a ser un problema y tener riesgos reales en el sentido que nos estemos alejando del cumplimiento de la meta. Agrega el señor Ministro que también existen riesgos de percepción, dependiendo de cómo se analicen por parte de los analistas.

El señor Ministro de Hacienda don Andrés Velasco, señala que sigue temiendo que los riesgos sean una actividad menor a la proyectada y una inflación algo menor a la que quiere ver. Agrega, que esto nos lleva, en tercer lugar, a considerar lo que se diga en el Comunicado. Menciona que las señales que se han transmitido anteriormente han sido claras debido a que ambas alternativas estaban abiertas, y que habría una suerte de regla implícita contingente que, dependiendo de lo que se leyese, podrían haber movimientos hacia arriba y hacia abajo. El señor Ministro opina que este lenguaje hay que mantenerlo y reforzarlo, ya que en su opinión está entregando la señal correcta.

Finalmente, y en cuarto lugar, el señor Ministro de Hacienda menciona que no le parece correcto justificar las opciones de política en términos de si el mercado lo espera o no. Agrega el señor Ministro de Hacienda que se tienen reglas de política que son contingentes y por lo tanto, hay acciones que se toman sobre la base de observaciones respecto a ciertos procesos, y si la regla que se tiene, ya sea implícita o explícitamente nos indica que hay que tomar una decisión, sea ésta coherente o no con lo que el mercado está esperando, no le parece que sea un criterio válido. Al respecto, agrega que el comunicado debe dar las señales correctas, de modo que el patrón de comportamiento que el mercado tiene respecto al Banco



BANCO CENTRAL DE CHILE

sea el efectivo. Asimismo, agrega que si en alguna oportunidad el Banco no fue claro en su comunicado, habría que tomar acciones con los hechos y no solamente con las palabras para cambiar esa percepción. Por último, el señor Ministro de Hacienda don Andrés Velasco, hace presente que en términos generales le parece que las cosas se hacen o no. Argumentar que hay otros que esperan algo distinto no es el camino correcto.

El Gerente de División Estudios comenta que este tema es debatible y por lo mismo, no es el punto central para tomar una decisión económica. Agrega que si la consulta la cambia de posición, ésta se debe tomar en cuenta o ignorarla. El Gerente de División Estudios manifiesta que una acción de política esperada versus la no esperada tiene implicancias distintas en el mercado. Señala que los precios financieros se van a mover y por lo tanto, la población va a sufrir pérdidas de ganancia de capital, es decir unos ganan y otros pierden. En consecuencia, y respecto de la implicancia en la futura trayectoria de las tasas, en que una acción no esperada puede ser vista como una acción más activista, es decir con más información, hay más consideración adicional a tomar. Finalmente, el Gerente de División Estudios señala que está cien por ciento seguro que no hay que analizar mucho la situación pero tampoco ponderarla cero.

El señor Ministro de Hacienda don Andrés Velasco, señala que comparte la posición del Gerente de División Estudios don Rodrigo Valdés en el siguiente sentido. Solicita que supongamos que lo que tenemos es una regla de reacción monetaria en la cual hay ciertas cosas que importan. Al efecto, da un ejemplo hipotético que consiste en suponer que importa la brecha entre potencial y demanda y suponer que la demanda depende de la riqueza y que la riqueza depende de lo que pase con el movimiento de las tasas porque tienen efecto riqueza. En ese caso, es totalmente correcto preguntarse qué pasa con la magnitud de esta sorpresa, porque la sorpresa incide en la riqueza, la riqueza incide en la demanda, la demanda incide en la brecha y la brecha incide en la inflación. Si ese es el mecanismo, señala compartirlo plenamente.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que va a contar como hace el ejercicio de votar. Al respecto, señala que si cree que hay que subir vota subir, independientemente de lo que el mercado crea. Si cree que hay que bajar o mantener también tengo esa convicción. El punto es más bien cuando uno tiene la duda. En ese caso, no está seguro si lo que hay que hacer es bajar o mantener, y en tal escenario, uno tiene que buscar elementos de segundo orden para tomar una decisión; consideraciones tácticas; que es lo que esperaba el mercado, etc. Sin embargo, si cree que corresponde mantener y el mercado espera que hay que bajar, afirma que no va a dudar porque el mercado crea algo distinto de su convicción.

El Presidente señor Vittorio Corbo señala que la forma de actuar es básicamente que si uno hace política monetaria en forma sistemática, el mercado va a ir entendiendo cada vez más la forma en la cual el Banco Central actúa. Se va a ir anticipando. Si uno cree que el mercado va a ser capaz de anticipar bien es que entiende bien lo que hace el Banco Central, y eso es lo que ha pasado en Chile a través de los últimos años. Agrega que si en algunas ocasiones, creemos que tenemos suficiente evidencia para tomar una decisión que vaya en contra del mercado, o que el mercado no nos ha entendido bien, hay que tomar la decisión y explicar bien lo que se hizo. Nuestra labor será explicar bien por qué no nos pudo entender el mercado.

40



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 101
Política Monetaria
14.12.2006 20.-

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

El Consejero señor Enrique Marshall, agradece al staff el material y los análisis que han efectuado con motivo de esta reunión. Señala el señor Consejero que en el frente externo la noticia más importante sigue siendo la desaceleración de los Estados Unidos de América, que por el momento no ha tenido un impacto significativo en el crecimiento global, porque se ha visto compensada con la reafirmación del crecimiento en otras regiones, como Europa, Asia y América Latina. Con ello las proyecciones del crecimiento global para éste y el próximo año no han sufrido modificaciones. La preocupación por la inflación en los países desarrollados se ha atenuado. En Estados Unidos de América los mercados apuestan a bajas en la tasa de política en el curso del próximo año. Agrega el señor Consejero, que en Europa y Japón los mercados siguen esperando nuevos ajustes hacia arriba en las tasas de interés. En tanto, los mercados financieros internacionales han permanecido relativamente estables en el último tiempo. En los países desarrollados las tasas de interés de largo plazo han vuelto a bajar algunos puntos base respecto a la última reunión. Para los países en desarrollo las condiciones de acceso al financiamiento externo siguen siendo favorables, con cambios más bien marginales en los *spread* soberanos. Los *commodities* no han deparado sorpresas.

Por otra parte, el Consejero señor Marshall menciona que el precio del petróleo ha subido levemente para ubicarse en niveles algo por sobre los US\$ 60 el barril. Por su parte, el precio del cobre ha vuelto a descender ubicándose en niveles levemente por sobre los US\$ 3 la libra.

En el frente interno, manifiesta el señor Consejero, los agregados monetarios muestran tasas de expansión similares a las observadas en meses anteriores. Indica que una noticia importante en el ámbito financiero es el comportamiento de las colocaciones bancarias. Señala que con los datos acumulados en los últimos meses se ha configurado una tendencia que muestra una gradual disminución de las tasas de expansión de estos agregados, lo que resulta concordante con las proyecciones de los propios banqueros que esperan para el próximo año tasas de crecimiento del crédito algo más bajas que las de este año. Así, el mercado del crédito podría estar entrando en un proceso de ajuste gradual, lo que estaría en sintonía con las condiciones macroeconómicas subyacentes.

En el mercado de valores el acceso para las corporaciones se mantiene expedito y atractivo dado los retornos exigidos. Señala el señor Marshall que las tasas largas, en el curso del último mes, han vuelto a bajar y se observa bastante actividad en el mercado de bonos. Indica el señor Consejero que el peso ha fluctuado en el rango de los \$ 525 y \$ 530 por dólar y su actual nivel es similar al que se tenía en la última reunión.

En materia de gastos y actividad, manifiesta el señor Marshall que los últimos datos tienden a avalar la perspectiva de una recuperación del dinamismo, que es lo contemplado en nuestro escenario base.

Respecto a la demanda, ésta muestra un repunte respecto a los dos trimestres anteriores, especialmente su componente inversión. Por su parte, el consumo sigue exhibiendo un crecimiento significativo apoyado por la evolución de los salarios y el empleo.

Hace presente el Consejero señor Marshall que las expectativas de las empresas y los consumidores se han estabilizado en niveles que denotan neutralidad o un moderado optimismo. Los primeros datos de actividad del cuarto trimestre muestran una

40



BANCO CENTRAL DE CHILE

reversión de la tendencia observada en el tercer trimestre y en este sentido, se destaca el repunte del sector industrial. Sin embargo, aún se tienen pocos datos para evaluar con precisión la intensidad y la persistencia en el tiempo de esta recuperación.

Agrega el señor Consejero, que en materia laboral se mantienen las tendencias observadas en los últimos meses. El empleo total crece en forma apreciable impulsado por una vigorosa expansión del empleo asalariado, y la desocupación vuelve a bajar. Las presiones salariales están contenidas, el costo de la mano de obra sigue exhibiendo tasas de variación acotadas.

En relación a la inflación, el Consejero señor Marshall señala que la variación del IPC de noviembre no deparó sorpresas y volvió a mostrar un registro negativo. Sin embargo, la variación en doce meses se mantuvo en 2,1%. Agrega que las medidas de inflación subyacente y de tendencia muestran niveles más en bajo y configuran un panorama benigno hacia delante. Las expectativas de mercado para plazos cortos aparecen por debajo del 3%, pero para plazos más largos siguen ancladas en torno al centro del rango meta.

En suma, lo que se observa son signos de recuperación del dinamismo y una tendencia inflacionaria relativamente baja. Las perspectivas de que la recuperación se afirme en los próximos trimestres se mantienen plenamente válidas, especialmente si se tienen en cuenta las condiciones internas y externas subyacentes. Indica el señor Marshall, que éste sigue siendo el escenario más probable para el próximo año. Sin embargo, existen riesgos y éstos han aumentado. Indica que la recuperación podría no tener la fuerza esperada y la inflación podría ubicarse y permanecer en niveles excesivamente bajos. En este contexto, señor el señor Consejero, la única opción razonable, y en esto coincide plenamente con la Minuta, es mantener la tasa en su actual nivel. Es claro que la opción de subir la tasa debe ser completamente descartada, quizás es menos evidente que la opción alternativa de bajarla, la que debe ser también descartada, considerando los riesgos que se visualizan. Sin embargo, en su opinión, los antecedentes disponibles no le otorgan la plausibilidad necesaria para ser considerada como una opción en esta oportunidad.

Indica el Consejero señor Marshall, que el último Comunicado asignó un sello neutral a la orientación de la política monetaria, y que al mismo tiempo abrió la posibilidad de distintos cursos de acción y condicionó cualquier decisión futura a alguna información que se acumule y a sus implicancias para la inflación proyectada. El señor Consejero estima que el Comunicado de esta reunión debería plantearse en términos similares a los de la reunión anterior. Advierte, sin embargo, la necesidad de compartir con el mercado una visión más completa sobre la orientación de la política monetaria y los posibles cursos de acción en los próximos trimestres. Manifiesta el señor Marshall que la mejor oportunidad para hacerlo, tal como se plantea en la Minuta, no es ésta sino el próximo *IPoM* que será emitido en momentos en que se contará con nuevos antecedentes sobre la trayectoria de la actividad de la inflación y con proyecciones más afinadas para todo el horizonte de política.

En virtud de todo lo señalado y revisado, el Consejero señor Enrique Marshall vota por mantener la tasa de política en su actual nivel de 5,25% y al mismo tiempo se inclina por mantener un sello neutral en el Comunicado.

El Consejero señor Manuel Marfán agradece el análisis del *staff*. Señala que respecto de la Reunión de Política Monetaria anterior no ha habido sorpresas en el escenario externo, manteniéndose la reducción gradual en los precios del cobre y del petróleo que se preveía hace un mes.

En lo interno, indica el señor Consejero que el análisis tiene más matices. Señala que si bien hay signos incipientes que revertirían la tendencia a un menor crecimiento en el corto plazo, no hay claridad respecto de la fuerza y de la persistencia que ese cambio de

4p



BANCO CENTRAL DE CHILE

tendencia pudiera tener. A su juicio, se está experimentando el rebote de actividad que se preveía, con lo que en el actual trimestre ya se debería observar un repunte significativo, pero existe el riesgo de que ese cambio de tendencia tenga menor fortaleza.

En materia inflacionaria, el Consejero señor Manuel Marfán señala que no se observan presiones adicionales significativas distintas a las de hace un mes, y los precios de los activos como los de las expectativas de las mesas de dinero, siguen exhibiendo una proyección inferior al centro del rango meta en el horizonte habitual de política. En este contexto, mantiene su apreciación de hace un mes, en cuanto a que no se puede descartar con igual fuerza un aumento que una reducción en la tasa de política monetaria. A su juicio, los riesgos están claramente inclinados para un mismo lado. Con todo, indica que comparte el juicio de la Minuta de Opciones, en cuanto a esperar hasta la preparación del próximo *IPoM* para una mejor evaluación.

En consecuencia, el Consejero señor Manuel Marfán vota por mantener la tasa en su nivel actual de 5,25%.

El Vicepresidente señor José De Gregorio señala que las noticias acumuladas durante este mes indicarían que, en primer lugar no hay cambios significativos en el escenario externo. Los desarrollos recientes son coherentes con una desaceleración de la economía de los Estados Unidos de América, mientras otras zonas compensarían en parte dicho menor dinamismo. Con todo, se espera un menor crecimiento de la economía mundial para el próximo año, lo que ha sido contemplado en nuestro escenario base.

Respecto al escenario interno, señala el señor De Gregorio que las últimas noticias de actividad indicarían que efectivamente el cuarto trimestre registrará un crecimiento mayor, lo que reforzaría la idea que la economía tomará un ritmo de mayor expansión hacia el próximo año, en comparación con el 2006. Sin embargo, estas noticias son aún recientes, de modo que no corresponde considerar aún que representan el cambio de tendencia esperado en las proyecciones.

En tanto, en el ámbito inflacionario, indica el señor De Gregorio que tanto las medidas de inflación efectivas como las subyacentes, indican que las presiones inflacionarias están bien contenidas y la mayoría de estas medidas se estarían ubicando algo bajo el 3%, y que lo mismo indicarían las presiones de costos. Señala el señor Vicepresidente, que si bien algunos indicadores de inflación subyacentes registrarían puntualmente un alza, la mayoría de ellos están demostrando una desaceleración, que hace más probable un escenario en el cual la inflación se desvíe por la parte inferior del rango meta o no converja en el horizonte de política del 3%. No obstante, esta información es muy reciente para considerar que representan una tendencia más duradera.

Por lo anterior, señala el señor De Gregorio que las dos opciones hoy son mantener o bajar la tasa de política monetaria, para así asegurar el cumplimiento de nuestra meta. Indica que resultará algo paradójal que pese al leve repunte de actividad observado, se pueda sugerir una baja en la tasa de política monetaria, y manifiesta que nuestro objetivo es la inflación y que ella está cediendo. En todo caso, le parece prematuro optar por una baja en la tasa de interés y para ello se deben acumular más antecedentes y revisar con cuidado nuestras proyecciones, proceso que ya se está empezando con la preparación del próximo *Informe de Política Monetaria*. En este contexto, señala que habrá que ser muy cuidadoso en identificar si las perspectivas inflacionarias se desvían significativamente al centro del rango meta, lo que podrá requerir una reducción de la tasa de política monetaria. Sin embargo, a su juicio, aún es muy temprano para adoptar un relajamiento monetario, mientras no se acumule más información que permita separar las tendencias de los fenómenos puntuales. Asimismo, cree que de confirmarse en los meses siguientes un escenario que requiera reducir la tasa de

49



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 101
Política Monetaria
14.12.2006 23.-

política monetaria, esperar, por ahora, no envuelve riesgos mayores a los de tomar una medida para un escenario que no se concrete.

El Consejero señor José De Gregorio señala que es por lo anterior que su voto es por mantener la tasa de política monetaria en 5,25%.

El Presidente señor Vittorio Corbo agradece a la Gerencia de División Estudios el análisis de los acontecimientos ocurridos desde la última Reunión de Política Monetaria. Señala que quiere centrar su intervención en identificar las novedades y su implicancia de política.

Señala el señor Corbo que el escenario internacional sigue mostrando un alto dinamismo, a pesar de la desaceleración del crecimiento de los Estados Unidos de América que ha sido compensada por el mayor dinamismo de la zona euro. Estas buenas perspectivas no han logrado disipar la incertidumbre sobre el curso futuro de esa economía, principalmente por desconocimiento de la dimensión que alcanzará la corrección final del sector vivienda y los efectos de ésta en el resto de la economía. Hasta ahora, señala el señor Presidente, la corrección del sector vivienda, como lo señaló en su último Comunicado la Reserva Federal ha sido sustancial, sin embargo, su defecto en la economía total se ha visto contrarrestado por un sector servicios que mantiene un alto dinamismo. Indica que como resultado, el mercado laboral se mantiene robusto, unido a los menores precios de los combustibles, apoyando el crecimiento del consumo privado. Así, en el escenario central se espera que Estados Unidos de América crezca algo por debajo del potencial hasta el primer semestre de 2007.

En la zona euro, en tanto, los favorables indicadores de expectativas de empresarios y consumidores, apuntan a que este dinamismo debiera continuar.

Indica el señor Corbo que el dólar ha seguido debilitándose en los mercados internacionales, con alguna reversión en los últimos dos días, y las tasas de interés de los bonos de largo plazo muestran una fuerte volatilidad, muy asociada a las noticias de actividad y su eventual efecto en las tasas de interés de política en las principales economías industriales.

En cuanto a precios de productos primarios, indica el Presidente señor Corbo que éstos han evolucionado en línea con lo esperado. El precio del cobre se acerca a los US\$ 3 la libra y el del petróleo muestra un cierto rebote después de la importante caída experimentada en los tres meses previos. En este contexto, Chile continúa enfrentando un escenario externo favorable, en cuanto a actividad y condiciones financieras, pero una caída en el margen de los muy favorables términos de intercambio, lo que era algo esperado.

En la economía local aparecen las primeras señales del repunte esperado de la actividad. El sector manufacturero, que había sorprendido por su debilidad, tuvo un importante repunte en octubre, lo que llevó a la variación anual del Imacec a niveles sobre el 5%. Además, indicadores parciales muestran que la inversión continúa tomando fuerza, después de la desaceleración que experimentó en los últimos cuatro trimestres y coherente con lo anticipado en base a las intenciones de inversión. Indica el Presidente señor Corbo, que el mercado laboral apoya este buen panorama interno en una creación de empleo asalariado muy dinámica y menores tasas de desempleo. Sin embargo, el repunte sostenido de la actividad no está asegurado.

lp



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 101
Política Monetaria
14.12.2006 24.-

Con respecto a la inflación, señala el señor Presidente que las sorpresas no se repitieron, ya que siguen mostrando un escenario de aumento acotado de precios, con una tendencia inflacionaria bajo el centro del rango meta, aunque con algunos signos menos claros respecto de la dirección de esta tendencia. Agrega, que las escasas sorpresas de este mes, hacen que la opción de política de mantener la tasa de política monetaria es la más apropiada y congruente con el Comunicado de noviembre, donde los cambios futuros dependerían de las implicancias de los acontecimientos para la inflación proyectada.

Por lo anterior, el Presidente señor Vittorio Corbo también vota por mantener la tasa de política en 5,25%.

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

101-01-061214 – Tasa de Política Monetaria.

En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 5,25% anual.

Comunicado

“ En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 5,25% anual.

El entorno externo relevante para la economía chilena se mantiene favorable. El crecimiento global continúa alto, los precios de los productos básicos siguen elevados y las condiciones financieras internacionales se mantienen ventajosas.

Si bien la actividad interna continúa por debajo de lo previsto en el último *Informe de Política Monetaria*, la información más reciente sugiere que estaría recobrando mayor dinamismo durante este trimestre. Se aprecia un mejor desempeño del sector industrial y de la inversión. El empleo asalariado continúa aumentando y el desempleo se reduce. Las condiciones financieras internas permanecen favorables, observándose signos de atenuación del elevado crecimiento del crédito. Estos antecedentes son coherentes con un repunte del crecimiento.

La inflación anual del IPC se ubica cerca del piso del rango meta, por debajo de proyecciones previas, debido a la incidencia del menor precio de los combustibles y a una reducida inflación subyacente IPCX1 (que excluye combustibles y perecibles, y algunos servicios regulados). Otros indicadores de la tendencia inflacionaria siguen bajos, si bien algunos exhiben una incipiente reversión. Las presiones de costos están contenidas. Estos antecedentes permiten prever que la inflación se ubicará, por algún tiempo, por debajo del centro del rango meta. Las expectativas de inflación de largo plazo continúan ancladas en torno a 3%.

El Consejo reafirma su compromiso de conducir la política monetaria de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política. Cambios futuros en la TPM para lograr este objetivo dependerán de la nueva información que se acumule y sus implicancias sobre la inflación proyectada.”

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 101
Política Monetaria
14.12.2006 25.-

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17.45 horas.

JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Vicepresidente

VITTORIO CORBO LIOI
Presidente

ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero

MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero

MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe

ANDRÉS VELASCO BRAÑES
Ministro de Hacienda