



ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION DE POLITICA MONETARIA N° 84
celebrada el 11 de octubre de 2005

En Santiago de Chile, a 11 de octubre de 2005, siendo las 11,30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Vittorio Corbo Lioi y con la asistencia del Vicepresidente don José De Gregorio Rebeco y de los Consejeros doña María Elena Ovalle Molina, don Jorge Desormeaux Jiménez y don Manuel Marfán Lewis.

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

Asisten también:

Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldívar;
Gerente General, don Enrique Marshall Rivera;
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;
Gerente de División Política Financiera, don Luis Óscar Herrera Barriga;
Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic Marinovic;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva;
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;
Gerente de Información e Investigación Estadística,
don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente de Comunicaciones, don Eduardo Arriagada Cardini;
Gerente de Mercados Financieros, don Beltrán de Ramón Acevedo;
Asesora Macroeconómica del Ministerio de Hacienda,
doña Bernardita Piedrabuena Keymer;
Economista Senior Gerencia de Investigación Económica,
don Claudio Soto Gamboa
Secretario General, don Jorge Court Larenas.

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

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de abril de 2006, para el día 13 de ese mes.

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

4



II. Exposición

El Gerente de Análisis Macroeconómico informa, que el panorama macroeconómico coyuntural, comparado con el escenario delineado en el Informe, sigue mostrando tendencias mixtas, con una inflación del IPC mayor que la prevista por sorpresas en precios específicos. Señala que, en el entorno internacional han seguido sorprendiendo los elevados precios de commodities, mientras que el entorno financiero sigue siendo favorable. En el entorno nacional, se ha afirmado el diagnóstico de una expansión económica más atenuada que la prevista para el tercer trimestre, asociada al desempeño de la minería y el comercio, con un crecimiento algo menor de los indicadores de consumo privado y de existencias. El empleo y la inversión siguen dinámicos, mientras las condiciones monetarias internas siguen siendo expansivas. Luego del incremento de meses recientes, las expectativas de inflación a plazos menos inmediatos se han estabilizado por sobre el 3%. El tipo de cambio mostró una apreciación adicional significativa, probablemente reflejando una visión positiva de los agentes respecto del panorama macroeconómico general.

Agrega que, aunque las perspectivas de crecimiento mundial son algo más auspiciosas que hace unos meses, los riesgos parecen también haber aumentado. En Estados Unidos de América se prevé un mayor impulso hacia el 2006 por la reconstrucción de las zonas afectadas por los huracanes, mientras tienden a mejorar las expectativas empresariales en Europa y Japón. En América Latina se esperan condiciones monetarias más relajadas en México y Brasil; y China continúa mostrando un importante dinamismo. En este contexto, las expectativas para las tasas de interés en Estados Unidos de América y Europa se han empujado en alguna medida y el dólar se ha fortalecido frente a las principales monedas. A pesar de las mayores tasas de interés de largo plazo, las condiciones financieras para las economías emergentes se han vuelto algo más favorables. El precio del cobre sigue marcando niveles máximos nominales.

Indica el señor García, que internamente los mercados financieros muestran que la fuerte expansividad de la política monetaria continúa. El crédito a personas, en particular los préstamos de vivienda, ha vuelto a acelerarse, mientras el crédito comercial sigue dinámico, lo mismo que las colocaciones de bonos. Aunque las tasas de interés de largo plazo en general han tendido a aumentar, éstas siguen siendo reducidas y la actividad bursátil continúa indicando buenas perspectivas. Quizá sólo en los agregados monetarios se percibe con mayor fuerza el impacto de la trayectoria creciente de la TPM.

El tipo de cambio peso/dólar disminuyó 1,7% respecto de la última RPM y 2,5% en términos reales. Esta dinámica difícilmente puede atribuirse a cambios en el diferencial de tasas, el que ha sido más bien neutro, o a cambios en las paridades, que de hecho han mostrado un fortalecimiento del dólar con relación a varias de las principales monedas. Señala el señor García, que observadores de mercado atribuyen esta apreciación al importante incremento del precio del cobre y al crecimiento que muestra la demanda interna y los indicadores laborales.

Los antecedentes coyunturales respecto de la marcha de la economía en el tercer trimestre confirman la atenuación del dinamismo de la actividad detectado el mes pasado, principalmente en comercio y minería. Así, aunque se espera una aceleración de la actividad en el curso del cuarto trimestre, se evalúa que los factores que incidieron en el menor crecimiento de la actividad en julio tenderán a persistir, pero se mantiene el crecimiento robusto de la demanda interna. Mientras los indicadores parciales de consumo habitual, junto con las expectativas de los hogares, muestran un panorama algo menos pujante, la formación bruta de capital fijo sigue creciendo con fuerza. También el mercado inmobiliario sigue dinámico y el crecimiento de las exportaciones, más allá de la volatilidad propia de los envíos de cobre, sigue siendo sustancial. El mercado laboral continúa dando señales de dinamismo. La ocupación sigue con un



crecimiento significativo, principalmente en lo que se refiere a empleo asalariado. Para éste y el próximo año se observaría un mayor impulso del gasto fiscal que lo esperado en el Informe y RPM anteriores, en el marco del cumplimiento de la regla de superávit estructural.

Aparte de sorpresas específicas con alta incidencia, la inflación del mes de septiembre estuvo muy en línea con lo previsto. La velocidad que lleva el IPCX1 se mantiene en torno a 3% anual, algo menos que lo proyectado en el Informe, mientras las demás medidas de inflación subyacente continúan aumentando y a un ritmo algo mayor que el visto en los últimos meses. El precio de algunos perecibles se vio fuertemente afectado por los temporales de septiembre, mientras que el gas licuado tuvo un incremento significativo.

Las expectativas privadas para esta reunión coinciden en indicar un incremento de 25 puntos base para la TPM, en un contexto en que aunque el aumento de la inflación esperada se detuvo, ello ocurrió en un nivel algo superior al centro del rango meta. Las perspectivas de crecimiento, en tanto, no han vuelto a incrementarse.

El Presidente ofrece la palabra para comentarios.

Con relación al escenario internacional y las tasas de política monetaria, el Gerente de Análisis Internacional don Sergio Lehmann hace presente, que las informaciones recientes recogen una alta posibilidad de terminar en diciembre de este año con una tasa en Estados Unidos de América de 4,27% y con una cierta probabilidad mediana – alta de subir a 4,5 % durante el primer semestre del 2006. Agrega que este efecto se acentuó algo más en los últimos días a consecuencia de la lectura que se hizo del comunicado del FED. Sobre este mismo tema, el Gerente de Análisis Macroeconómico don Pablo García, señala que lo que está detrás de esta trayectoria al alza es evidentemente un incremento de las tasas de largo plazo, ya que las tasas a diez años han subido en 25 puntos base respecto a la última Reunión de Política Monetaria.

El Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic, informa que en los últimos días, los spreads de las economías emergentes, han comenzado a aumentar. Señala que la semana pasada, el MB Global se ubicó en 258 puntos el día jueves y 259 puntos el viernes, alcanzando niveles de 231 puntos en días anteriores. Lo anterior, incluyendo el papel chileno que estaba en 60 puntos. Indica, que se observa por primera vez un aumento de spread a diferencia de lo que se había observado en los últimos dos meses.

El Presidente señor Corbo señala, que en su opinión en el escenario externo se presenta un fortalecimiento, especialmente en la parte de la producción industrial en Estados Unidos de América y en Europa. Agrega el señor Presidente, que existe un poco más de preocupación por el lado del consumo, por los efectos de los altos precios del petróleo en los consumidores.

En cuanto a los mercados financieros, el Gerente de Mercados Financieros don Beltrán De Ramón, señala que desea expresar que desde el día jueves pasado, oportunidad que el Gerente de Análisis Macroeconómico, señor García, cerró la información que se presenta en esta reunión, las tasas nominales han subido fuertemente. La más clara, es la situación de los BCP a 10 años, que estaban levemente bajo 6% y que hoy día se están transando entre 6,20% y 6,25% por una fuerte alza que ocurrió el jueves por la tarde. También indica, que han subido las tasas en UF. El señor Presidente señala que, desde el día jueves



hasta hoy, prácticamente no se han registrado cambios en las tasas en Estados Unidos de América.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor García, hace presente que en materia de proyecciones se piensa que el crecimiento del PIB para el tercer trimestre se ha estimado en un 5%. El señor Ministro de Hacienda, consulta si el Banco tiene confianza en esa estimación. El Gerente señor García señala que los valores se han duplicado en dos años, o sea, ya en términos de valor, las variaciones han sido en esa magnitud. El Presidente, señor Corbo hace presente, que el cuestionamiento ha sido si uno se debe referir a la inversión a precios constantes o a precios corrientes. El señor Ministro de Hacienda agrega que en su opinión el cuestionamiento se centra en que las cifras están mal medidas, ya que los deflatores están subestimados como han comentado algunos analistas. El Vicepresidente señor De Gregorio, interviene para señalar que ésta es una discusión que se arrastra desde hace bastante tiempo. El Presidente señor Corbo, comenta que dicha información corresponde a nuestros datos de cuentas nacionales. Agrega que se hizo una revisión hace un tiempo atrás y que es la mejor estimación de los precios de bienes de capital. Señala que estos bienes han estado cayendo, especialmente en China que ha cambiado la posición hacia bienes más tecnificados, y que los precios de los productos han ido cayendo en todo el mundo. El Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés señala, que se han revisado los deflatores de los últimos años, tanto desde el punto de vista metodológico como en números, lo que le permite concluir que los deflatores del año 2000 hacia delante no son muy distintos a aquéllos de las exportaciones de bienes de capital de nuestros socios comerciales de los cuales importamos. Agrega dicho Gerente, que desde el año 2000 hacia atrás no se realiza ese ejercicio. En consecuencia, señala, que tiene confianza en que no existe un error de magnitud importante, aunque hay que reconocer que los métodos que se usaban hace algunos años atrás eran discutibles, por eso, se inició hace tres años un proyecto de deflatores que recién acaba de terminarse.

El señor Ministro de Hacienda, sobre el mismo tema, señala, que el Banco dice estar seguro del dato de cuánto ha cambiado la inversión en términos reales entre el 2002 y esta fecha, pero que el Banco no sabe cómo se pueden comparar las cifras actuales con las que existían antes del 2002. El Gerente de División, don Rodrigo Valdés, señala que esto se refiere a datos anteriores al 2000, ya que a partir de dicho año se han revisado para que no existan cambios, en relación con los métodos nuevos. Agrega que hacia atrás es una pregunta abierta. El Presidente, señor Corbo, hace presente que esta situación es concordante con lo que se ha visto en otros lugares. Asimismo, señala que esto es un fenómeno mundial donde los precios han caído. Sin embargo, el Banco ha revisado con detalle estas cifras, desde el 2000 hasta ahora, con el proyecto que ha desarrollado cuentas nacionales. El Consejero señor Desormeaux, señala que él escuchó la presentación del economista don Juan Andrés Fontaine en detalle hace unas semanas atrás, y estima que la opinión del señor Fontaine tiene que ver más que nada con las cifras nominales, y que las cifras a precios constantes son las que importan para el PIB potencial. Hace presente el señor Consejero que el punto de dicho analista es que si observan los deflatores de importaciones de bienes de capital nuestros y las cifras, por ejemplo, de precios de bienes de capital de la OECD, los nuestros caen más y ello, lo lleva a pensar que existen errores. Sin embargo, en su opinión, perfectamente podría tratarse de un cambio de composición en el origen de los bienes de capital el que esté detrás en este resultado. Por consiguiente, concluye que el argumento del economista señor Fontaine es respecto de las cifras nominales, y no ve argumentos para decir que las tasas de inversión a precios constantes tengan un error. El señor Ministro de Hacienda, interviene para señalar que no entiende qué relevancia teórica puede tener la tasa de inversiones en términos nominales, sí lo entiende en la tasa de ahorro, pero se está discutiendo sobre un tema real y no nominal. El Presidente, señor Corbo, señala que el punto del economista señor Fontaine es que la tasa de inversión no ha cambiado, está muy baja. Por otra parte, hace presente que el argumento que



ha usado el Banco en su cifra de crecimiento, es que lo importante es la inversión real. El Consejero señor Marfán, señala que tiene una explicación distinta para este tema y, piensa que teniendo la mejor opinión del señor Fontaine, que es un gran economista, le parece que en esta ocasión simplemente se equivocó.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Pablo García, señala que, en lo sustancial, no hay cambios en el escenario de demanda interna. Por el lado del comercio exterior existe una revisión de menores exportaciones y mayores importaciones. Indica, que estas menores exportaciones no se encuentran desvinculadas a un cambio de la proyección del Banco por el lado de los bienes. Señala que de hecho los volúmenes de bienes exportados y también los importados de bienes para el año 2005, siguen una trayectoria que es prácticamente la misma que estaba contemplada en el IPOM. En lo que sí hay modificaciones es en los componentes distintos de bienes, esto es, servicios, fletes y otros. Esto tiene relación con cambios de la proyección del Banco más bien asociados a la incorporación de metodología más que una modificación genuina del escenario vinculado a los volúmenes de bienes. En consecuencia, dicha situación no la atribuiría a una mayor o menor demanda de bienes importados o exportados, sino que a un menor consumo y menor existencia de bienes.

El Consejero, señor Manuel Marfán, refiriéndose a esta misma materia, señala que, en su opinión, cree que hay algunos elementos de cambio de escenario desde hoy hasta el IPOM, que no son menores, para efectos de explicar lo que está ocurriendo. Le parece que de partida, sorprendió la tasa de crecimiento de junio que es algo que no estaba en el escenario por diferentes razones, pero que no es un tema puramente contable, sino que también puede haber un trasfondo macro detrás de ello. Cree asimismo que el elemento más importante que ha sido mencionado, pero que no hay forma de demostrar por el momento, es que el mayor precio del petróleo efectivamente ha resentido la demanda interna del consumo de las familias y eso en el corto plazo tendría probablemente un efecto sobre la proyección del crecimiento del año. En consecuencia, el Consejero señor Marfán, concluye que más allá de los elementos contables existen elementos macroeconómicos que son importantes de destacar. El Gerente de División Estudios, señor Rodrigo Valdés, estima que la pregunta que debe hacerse respecto a la hipótesis planteada por el Consejero señor Marfán, es cuál es la importancia macro para el desarrollo posterior de lo que está pasando, quizás lo más fácil es ver que los combustibles están creciendo cerca de un 15% año contra año, y eso constituye buena parte del fenómeno inflacionario que se presenta, lo que resta ingresos disponibles en las familias para otros fines.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor García, en relación con los eventuales cambios que se estarían registrando en la composición de la demanda agregada y el posible efecto que esto tendría sobre la generación de presiones inflacionarias, comenta que este tema se ha visto en varias ocasiones y más allá de la persistencia que tengan en la evolución efectiva del PIB, la naturaleza de los distintos shocks de demanda por consumo o demanda por inversión, la composición de la demanda pareciera no aportar mucha información respecto de la gestión de presiones inflacionarias. Señala dicho Gerente, que lo fundamental para explicar las presiones inflacionarias es la diferencia entre el PIB y el nivel del PIB potencial. El Gerente de División Estudios, señor Rodrigo Valdés, hace presente que posiblemente no se encuentran empíricamente muchos efectos, debido a la calidad de los datos que no permiten discriminar las consecuencias de la inflación de los distintos componentes de la demanda agregada.



El señor Ministro de Hacienda, consulta sobre la importancia relativa del cierre de brechas y el aumento de los costos en los movimientos recientemente observados en la inflación. El Gerente de División Estudios, señor Rodrigo Valdés plantea al señor Ministro que existe incertidumbre en todas partes del mundo acerca de los determinantes de la inflación, pero estima que el rol fundamental para anclar este tema lo constituye la credibilidad en la función de reacción del Banco y las expectativas de inflación que genera el sector privado para la determinación final de cuánto es la inflación. Por consiguiente, buena parte de un retorno a la meta del 3% de inflación tiene que ver con que simplemente los agentes adoptan ese número como ancla. El Presidente, señor Vittorio Corbo, manifiesta que el Banco Central trabajará para lograr esa meta. Agrega que los modelos del Banco son las brechas y las expectativas ancladas en 3%. El Gerente señor García, en respuesta a la consulta del señor Ministro de cuánto es la incidencia de los movimientos del dólar y del petróleo y cuánto del cierre de brechas en la inflación señala, que la evaluación que está incluida en las proyecciones actuales es que los movimientos del precio del petróleo no son inocuos para el ajuste de otros precios relativos en la economía y, en particular para el comportamiento de los salarios reales. Agrega, que si hay una variable adicional a la inflación que ha sorprendido durante los últimos años han sido los salarios reales, que a pesar de que existe una economía que cíclicamente está bastante robusta, éstos no se han incrementado de acuerdo con lo esperado.

El Presidente, señor Vittorio Corbo, suspende la Sesión a las 13:45 horas e informa que la misma se reanudará a las 16:00 horas.

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 84. El Presidente, señor Corbo informa, que no se encuentra presente en la Sala el señor Ministro de Hacienda, quien excusó su asistencia a la reunión de la tarde, por compromisos propios de su cargo.

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 septiembre, el Consejo decidió aumentar la tasa de interés de política en 25 puntos base hasta un nivel de 4%. En la decisión se consideró que, aunque el crecimiento de la actividad interna en julio se había atenuado con respecto a los meses previos, debido a factores probablemente pasajeros, el gasto interno continuaba robusto. Las condiciones monetarias eran claramente expansivas y, a pesar de que el precio del petróleo se mantenía elevado, el entorno internacional seguía siendo favorable. La inflación anual del IPC y las distintas medidas de la tendencia inflacionaria se ubicaban dentro del rango meta de 2% a 4%, mientras las expectativas privadas de inflación habían aumentado, especialmente a plazos de un año y menos, alineándose con las proyecciones de inflación del IPoM.

Señala el señor Valdés, que los antecedentes acumulados desde la última reunión continúan siendo mixtos respecto del escenario base del IPoM. En el lado externo, los precios del petróleo y del cobre han vuelto a sorprender, ubicándose ambos por encima de lo proyectado, aunque el primero ha descendido bastante en los últimos días. El crecimiento esperado de los socios comerciales para el 2005 y el 2006 ha aumentado algunas décimas y se aprecian mayores presiones inflacionarias en economías desarrolladas, lo que ha impulsado al alza las



tasas de interés de mediano y largo plazo. A pesar de ello, las condiciones financieras para países emergentes siguen favorables.

Indica que en el lado interno, el crecimiento de la actividad en agosto y otros indicadores reafirman la idea de que en el tercer trimestre la expansión del producto y del gasto interno sería menor que lo proyectado. Este desempeño estaría muy ligado al sector minería y, en menor medida, al consumo. Con todo, la actividad continúa creciendo por encima de su tendencia, el crecimiento del empleo es robusto y la inversión crece a tasas elevadas, mientras continúa la expansividad de las condiciones financieras, especialmente del crédito.

La inflación IPC fue bastante mayor que la prevista, aunque por la influencia de factores específicos y probablemente transitorios. Por su parte, la inflación del IPCX1 estuvo muy cerca de lo proyectado y las medidas de la tendencia inflacionaria continúan aumentando, a un ritmo algo mayor que en meses pasados. A pesar de que las mayores ganancias de productividad que se advirtieron en el primer semestre no han continuado al mismo ritmo, el crecimiento de los costos laborales unitarios continúa reducido. El tipo de cambio real de los últimos 10 días se ubica cerca de 2% por debajo del supuesto de trabajo implícito en las proyecciones del IPoM. La compensación inflacionaria a plazos mayores ha disminuido marginalmente, mientras que las encuestas de expectativas de inflación a un año plazo nuevamente aumentaron y se ubican entre 3,3% y 3,6%, y la compensación por encima de estos valores.

En su opinión, con los antecedentes disponibles, es difícil justificar una opción distinta de aumentar la TPM en 25 puntos base.

El comportamiento de la inflación subyacente IPCX1, el aumento gradual de las otras medidas de la tendencia inflacionaria, y el hecho de que las holguras de actividad sigan disminuyendo a una velocidad no muy diferente de la proyectada sustentan la idea de continuar con la estrategia de reducción del impulso monetario. Ello permite aproximar la política monetaria hacia una instancia más neutral, elemento necesario para que la inflación pueda mantenerse anclada a la meta de manera sostenible una vez que cesen los efectos de las brechas de actividad y otros *shocks*. Ahora bien, como siempre, la oportunidad de los ajustes depende crucialmente de la información que se acumule.

Así, podría argumentarse que, luego de tres alzas consecutivas en la TPM, y considerando tanto el efecto esperado en la inflación del realineamiento reciente del TCR, en caso de ser persistente, como del menor ritmo de expansión de la actividad del tercer trimestre, sería posible hacer una pausa. Sin embargo, la inflación del IPC de 1%, aunque bastante explicada por factores puntuales y de oferta, amerita alguna reacción de política para justamente prevenir que estos *shocks* den paso a mayores expectativas de inflación, mayor crecimiento de los costos laborales y otros mecanismos de propagación. Evitar aumentar la expansividad de la política monetaria es una acción en este sentido, en particular si se considera que las expectativas de inflación a horizontes intermedios, como un año, han aumentado en torno a 25 puntos base respecto de las prevalecientes hace un mes. Además, cabe mencionar que buena parte del relativamente menor empuje del PIB se relaciona a factores de sectores de recursos naturales que pueden tener un correlato menos evidente con presiones de precios ulteriores. Por el contrario, el gasto interno sigue con una expansión robusta.

También podría argumentarse que un alza más agresiva que 25 puntos base ayudaría a evitar riesgos de desanclaje de expectativas luego de la mayor inflación observada. Ello, sin embargo, tiene dos inconvenientes. Primero, tiene el riesgo de ser una sobrereacción a un dato puntual de inflación que se explica por factores específicos —cambios de precios de perecibles y combustibles— que no deberían tener por sí mismos un efecto persistente en la tendencia inflacionaria. Incluso, el efecto derivado de los perecibles debería revertirse. A ello se suma el que hay relativamente pocas novedades entre los factores que tienen un efecto más duradero en la inflación, aparte de la velocidad de aumento de los CLU, y el posible efecto



contractivo del mayor precio del petróleo sobre el consumo. Segundo, considerando que las expectativas de inflación a mayores plazos no dan muestras de un aumento, un incremento agresivo de la TPM daría cuenta de una reacción de política algo distinta del foco en el horizonte de 12 a 24 meses que se ha desarrollado progresivamente.

Finalmente, considerando que un aumento de 25 puntos base es ampliamente esperado por el mercado, un alza de esa magnitud no debería afectar mayormente la estructura de precios de activos, incluyendo el tipo de cambio y sería coherente con el alza de tasas de mercado de las últimas semanas.

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

El Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic, señala que comparte el análisis de la Gerencia de División Estudios y la recomendación de un aumento de 25 puntos base, así como el hecho que se descarte la opción de aumentar en 50 puntos base. Sin embargo, señala que sería menos negativo respecto a la opción de mantener la tasa, por cuanto si se miran las noticias, más allá de las sorpresas específicas, a pesar de la buena actividad externa, la interna ha mostrado antecedentes de menor velocidad. Señala que, la inflación se debería a factores puntuales, probablemente transitorios, que incluso se podrían revertir. Agrega, que también el tipo de cambio se ha apreciado recientemente y los costos laborales unitarios de una variable, que cree muy importante para la discusión de las tendencias inflacionarias más de fondo, siguen siendo bajas. Entonces, en este contexto, el único factor más fundamental que aumenta la presión inflacionaria de corto plazo es el precio del petróleo. Ello conlleva un mecanismo de ajuste que se supone podría ser más transitorio. En tal sentido, cree que el mayor aporte de aumento de tasa, tal como el propuesto, tiene que ver con comprar un seguro respecto del riesgo de inflación asociado a este mayor aumento del petróleo y al eventual impacto sobre las expectativas inflacionarias.

El Gerente de División Política Financiera, don Luis Óscar Herrera, señala que también concuerda con la recomendación de la Gerencia de División Estudios en cuanto al aumento de 25 puntos base. En su opinión, en el plano interno, el Banco se sigue moviendo en el escenario que se había observado y que se proyectó en el IPoM, de shock transitorios, cierre de brechas e inflación subyacente dentro de la tendencia normalizándose a 3%. Lo que sí cree es que existe un matiz que no está quizás en los números sino en el ambiente, respecto a las perspectivas de la economía internacional. Agrega que, lo que refleja a los números consiste en que hay mayor optimismo, pero con la sensación general de que existen riesgos mayores que en el pasado, ya sea por fenómenos parecidos a los que se están viendo actualmente, o por el impacto que está teniendo el petróleo en el consumo. Señala que también hay que considerar la revisión al alza en el comportamiento de la Política Monetaria de Estados Unidos de América y la de Europa, la que sería algo menor, pero en el mismo sentido. Finalmente, señala que existe una mayor preocupación inflacionaria y cree que puede ser un factor de freno en el comportamiento de la economía mundial para el próximo año.

El Gerente de Investigación Económica, señor Klaus Schmidt-Hebbel, señala que comparte lo indicado por sus antecesores, y hace suya la propuesta de 25 puntos base, pero con una sutileza. En su opinión, se aproximaría a los 25 puntos base desde arriba y no desde abajo. En tal sentido, agrega que no hubiese necesariamente descartado los 50 puntos base, no por el shock petrolero temporal, sino porque estima que nos encontramos en una situación donde la brecha del producto está virtualmente a punto de cerrarse. Sin embargo, la política monetaria actúa en un horizonte conocido de 12, 24, 36 meses y, por tanto, las tasas actuales tienen un efecto recién sobre la economía en un plazo significativo en el cual la brecha

4



está más que cerrada. Al respecto, señala que la inflación subyacente se está acercando al 3% y la total se ubicará en 4,5% de unos pocos meses más.

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

El Consejero señor Manuel Marfán agradece el análisis efectuado por el staff, y agrega, que hace poco más de un mes desde el último IPoM se han acumulado antecedentes mixtos respecto de esas proyecciones. Señala que la evidencia reciente muestra un aumento tanto del precio internacional del petróleo como del cobre en una mezcla que sigue siendo favorable para el país. Asimismo, destaca que las mayores presiones inflacionarias en las principales economías desarrolladas han elevado las tasas de interés externas, esperándose aumentos más rápidos en las tasas de política, especialmente en Estados Unidos de América. Las perspectivas de crecimiento mundial, por otro lado, también han mejorado en el corto plazo. Agrega que, en lo interno, se observa un debilitamiento en el margen del crecimiento del producto y del consumo, este último, probablemente afectado por los mayores precios de los combustibles. La formación bruta de capital, en tanto, sigue fortaleciéndose por sobre lo proyectado, el mercado laboral mantiene una mezcla de aumento del empleo y de costos laborales unitarios contenidos. En opinión del Consejero señor Manuel Marfán, la sorpresa inflacionaria en septiembre fue provocada por factores específicos y probablemente transitorios como señaló el staff. Por ello, es esperable una aceleración de la inflación anual mayor a la prevista en el corto plazo, pero lo más probable es que no altere la convergencia al rango meta dentro del horizonte habitual de política. Esto se ve aun más reforzado por la apreciación del peso por debajo de lo proyectado en septiembre, aunque el tipo de cambio real todavía se encuentra en un rango consistente con sus fundamentos. Recuerda que en la Reunión de Política Monetaria anterior, se señaló que con la información disponible hasta entonces era probable que se adelantara una pausa en la normalización de la Política Monetaria. Con la nueva información, se ha introducido un riesgo de desanclaje de expectativas que requiere una señal más visible del Banco Central. Por lo mismo, la opción que considera apropiada para esta oportunidad es la de elevar la tasa de Política Monetaria en 25 puntos base por cuarto mes consecutivo y vota en consecuencia. Con todo, sigue pensando que hay una pausa en el horizonte cercano aunque ello no constituye un compromiso respecto de su voto para las próximas Reuniones de Política Monetaria.

El Consejero señor Jorge Desormeaux señala, que la Gerencia de División Estudios les ha informado que han tenido lugar algunos desarrollos no previstos después de la reunión del mes pasado. En su opinión, los más importantes, como ha señalado el Consejero señor Marfán, se relacionan con el escenario externo y, concretamente, con las consecuencias de los huracanes en el Golfo de México. Otro desarrollo importante se relaciona con la mayor fortaleza que se proyecta en el margen para nuestros socios comerciales, tanto este año como el próximo. Ello se ha visto reflejado en los precios de los commodities y, en particular, en el precio del petróleo y del cobre. Asimismo, señala que, en el plano interno, sorprendió también la inflación del mes de agosto, afectada por el alza de los combustibles y por un shock en los precios de los bienes perecibles. Debido a ello, la inflación va a superar el 4% en diciembre y superará esa cifra en el primer trimestre del 2006. También sorprendió la actividad interna del tercer trimestre que creció menos de lo esperado aunque en gran medida en respuesta a factores de oferta. Por último, el tipo de cambio real se apreció 2% por debajo de lo que se proyectaba en el IPoM. Señala el Consejero señor Jorge Desormeaux, que la pregunta que cabe hacerse en el día de hoy es si estos antecedentes ameritan una respuesta distinta de la que ha venido aplicando el Banco Central en los últimos meses en el sentido de reducir gradualmente el impulso monetario a medida que se reducen las holguras de capacidad. Al respecto, comparte la recomendación de la Gerencia de División Estudios, en el sentido de que

4p



estas novedades no representan cambios significativos en los determinantes de mediano plazo de la inflación. Por lo tanto, en su concepto, no se justifica un cambio de política, al menos con los antecedentes acumulados hasta ahora. Indica el señor Consejero, que la mayor inflación que registrará el país en los próximos meses es esencialmente el fruto de shocks de ofertas, lo que no debiera alterar el rumbo de la Política Monetaria en la medida que las expectativas de inflación se encuentren ancladas en torno a 3%. La información disponible muestra que si bien la inflación subyacente se ha elevado progresivamente, ello está en línea con lo previsto, y las expectativas de inflación a plazos mayores se han estabilizado y tendido a disminuir en el margen.

Hace presente que, en su opinión, un ajuste de 50 puntos base no sólo resulta difícil de justificar a la luz de estos antecedentes, sino que enviaría una señal equivocada al mercado, en el sentido que el Banco Central reacciona frente a factores específicos que tienen una incidencia transitoria en la inflación, o bien que el Banco Central tiene información adicional que no conoce el mercado y que es negativa en materia inflacionaria. En suma, vota por elevar la tasa de Política Monetaria en 25 puntos base.

La Consejera señora María Elena Ovalle señala, que de los antecedentes analizados en la reunión de hoy se desprende que las condiciones macroeconómicas y financieras prevalecientes en el escenario internacional continúan mostrándose positivas para la economía chilena. Las perspectivas de crecimiento mundial han mejorado en el margen, a pesar del aumento en las expectativas de normalización de la política monetaria en las principales economías, producto - en parte - de las mayores presiones inflacionarias existentes. En tanto, en el escenario doméstico se observa que la actividad y el gasto interno están algo más bajo que lo previsto, lo que llevaría en el escenario más probable a una expansión anual del PIB en la parte baja del rango proyectado en el último IPoM. A pesar de esta eventual disminución en las perspectivas de actividad para el año se mantiene un elevado dinamismo en la inversión, el mercado laboral sigue exhibiendo una importante creación de empleos con tasa sobre el 4%, y la serie de tendencia cíclica de la actividad mensual permanece en 5% al igual que en los meses previos a lo que se suma el crecimiento de los agregados monetarios y crediticios. Por otro lado, no se puede dejar de mencionar la apreciación que sigue experimentando el tipo de cambio.

Sin duda, la principal novedad del mes fue el registro para la inflación del IPC muy por sobre lo proyectado, donde parte importante de esta mayor cifra es atribuible a la incidencia de los ítems relacionados a alimentos y transporte. Esto se confirma al observar que las medidas subyacentes y de tendencia estuvieron en torno a lo previsto, aumentando de manera gradual y en línea con el rango meta. Respecto a otras variables relacionadas con la estructura de costos, le gustaría destacar en esta oportunidad que pese a permanecer en tasas de expansión negativas, los costos laborales unitarios han aumentado, lo que agrega algo de incertidumbre respecto a la evolución mostrada hasta ahora por la productividad. Esto sumado a que si bien la mayoría de las medidas de márgenes no mostraron cambios respecto a la reunión anterior, el cálculo puntual asociado al margen de alimentos mostró un incremento.

Dados estos antecedentes, la Consejera señora María Elena Ovalle concuerda con lo analizado por la División de Estudios, en relación a que la opción de política más plausible, en esta oportunidad, es un aumento de 25 puntos base en la tasa de Política Monetaria. En este sentido, señala que se vuelve esencial velar porque las expectativas inflacionarias continúen ancladas al centro del rango meta a diferentes plazos y no se vean afectadas, ni se sobrereaccione a registros puntuales como el observado en septiembre para el IPC. Por ello, resulta también relevante considerar los aspectos tácticos y estratégicos que parecen respaldar un alza en dicha magnitud, por cuanto es una medida esperada por gran parte del mercado y, además, permite continuar con un tránsito gradual hacia una instancia más neutral de política monetaria. A esto se suma lo ya señalado en relación al aumento de



algunas variables que sugieren algo de mayores presiones inflacionarias y el cierre de holguras a una velocidad similar a la considerada en el último Informe de Política Monetaria. Por otra parte, destaca que no hay indicios claros que respalden la idea de acelerar el ritmo de normalización, lo que sin duda se debe seguir monitoreando con cautela en las siguientes reuniones. Así y a la luz de los antecedentes presentados anteriormente, considera que un alza de 25 puntos base en la tasa de Política Monetaria es consistente con el rango meta en el horizonte habitual de política y por ello vota en tal sentido.

El Vicepresidente señor José De Gregorio, señala que varias noticias se han acumulado desde nuestra última Reunión de Política Monetaria, lo que hace necesario evaluar cuidadosamente la estrategia de reducción pausada del actual estímulo monetario. Por el lado inflacionario, el aumento del IPC fue sorpresivo. Sin embargo, esta sorpresa se vio fundamentalmente en aumentos en los precios de los perecibles y combustibles. Señala que no hubo sorpresas en nuestras medidas de inflación subyacente lo que sugiere que no se debería sobreenfaticar ni sobrereaccionar al aumento de la inflación. Por el lado de los determinantes en la inflación, aún se observa un incremento acotado en los costos laborales, ya que el aumento de la productividad está más que compensando el aumento de los salarios. Asimismo, la apreciación del tipo de cambio, que no responde a una modificación de las paridades de cambios internacionales, también estaría conteniendo la presión inflacionaria. Por el lado de la actividad, también se observa un leve debilitamiento de la velocidad de expansión de la economía, lo que puede llevar al crecimiento anual a estar en la parte inferior del rango proyectado e incluso aumenta la probabilidad que se esté levemente bajo el rango previsto en el último tiempo. Señala, que se han presentado algunas novedades en el entorno externo, pero no le parece que tenga un impacto significativo en la economía nacional. En su opinión, lo anterior, indicaría que a pesar de haber un conjunto importante de noticias, ellas no deberían cambiar de manera significativa el escenario central en el cual la inflación irá convergiendo, gradualmente, al centro del rango meta en el horizonte de política. Ello también implica, en su opinión, que debería seguirse con la estrategia de gradual retiro del impulso monetario. Agrega, que si bien el mes pasado se discutió la posibilidad de tener que hacer alguna pausa, la necesidad de reafirmar el compromiso del Banco con la estabilidad de precios en un escenario donde el desanclaje de expectativas podría tener implicancias muy negativas para la conducción de la política monetaria, le lleva a descartar dicha opción. Tampoco le parece que las noticias sean lo suficientemente definitivas para sugerir un alza de 50 puntos base o más. De hecho el conjunto de antecedentes analizados para esta reunión sugieren que los últimos desarrollos sean neutrales desde el punto de vista inflacionario.

Expresa el señor Vicepresidente, que no se puede descartar que en los últimos meses sea necesario cambiar el ritmo de ajuste de la Tasa de Política Monetaria, acelerándola o pausándola, de acuerdo a lo que ocurra con las perspectivas inflacionarias. Sin embargo, cree que hoy la mejor opción es aumentar la tasa de Política Monetaria en 25 puntos base y en tal sentido vota por ello.

El Presidente señor Vittorio Corbo expresa, que como se desprende del análisis proyectado por la Gerencia de División Estudios, la economía mundial se mantiene robusta, los precios de los commodities vuelven a subir, aunque aumenta el riesgo de inflación en las economías industriales y, paralelo al riesgo, el crecimiento ha aumentado. En cuanto a la economía interna, las cifras recientes muestran que después de la inesperada desaceleración de julio la actividad económica ha retomado su dinamismo aunque a un ritmo algo menor a lo proyectado en el último IPoM. En cuanto a la inflación del IPC, el alto y sorpresivo registro de septiembre se explica principalmente por un shock de oferta asociado a los temporales, que afectó los precios de los bienes perecibles y, en menor medida, por el aumento en los precios de combustibles y tarifas reguladas. De otra parte, la inflación del IPCX1 estuvo de acuerdo a lo proyectado.



Señala también el señor Presidente, que los aumentos en los precios de los combustibles afectan no sólo los precios del transporte y combustibles para los hogares y por esta vía, la evolución del IPC y del gasto en consumo, sino que también aumentan los costos en producción y en el transporte de bienes de las empresas. El efecto acumulado de este shock sería algo más de inflación y un poco menos de crecimiento para los próximos trimestres que lo que resultaría sin este shock. Con expectativas de inflación bien ancladas en torno al centro del rango meta, este aumento en la inflación debiera ser sólo transitorio. Sin embargo, agrega que para una economía en que el producto aumenta por encima de su crecimiento de tendencia, existe el riesgo de que los incrementos recientes en los precios de los combustibles, tengan efectos de segunda vuelta al menos temporalmente en las medidas de inflación subyacente, y agreguen así un empuje adicional a estas medidas por encima de lo proyectado. La moderada apreciación reciente del peso, modera algo estos posibles efectos en segunda vuelta. No obstante, la aceleración reciente en la inflación puede terminar también elevando las expectativas de inflación a valores significativamente por encima de la meta y, por esta vía, darle un impulso adicional y más duradero a la inflación. Así, para evitar que como resultado de las presiones cíclicas de precios que surgen del estrechamiento de brechas y de los aumentos en los precios de los combustibles y de bienes perecibles, la inflación termine alejándose de su meta en forma más sostenida, es necesario continuar con la normalización de la Política Monetaria. Por lo anterior, su voto es por un nuevo aumento de 25 puntos base en la tasa de Política Monetaria.

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

84-01-051011 – Tasa de Política Monetaria.

En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base, hasta 4,25% anual.

III. Comunicado

“En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base hasta 4,25% anual.

El crecimiento de la actividad sigue siendo superior a su tendencia, aunque la información reciente indica que es algo menor que lo previsto. La demanda interna mantiene un elevado dinamismo, más notorio en la inversión que en el consumo, el empleo sigue aumentando a tasas elevadas y las condiciones monetarias en Chile continúan siendo claramente expansivas. Pese a los elevados precios del petróleo y mayores riesgos de inflación internacional, el entorno externo sigue siendo favorable, persistiendo un alto precio del cobre, condiciones financieras ventajosas y la perspectiva de un crecimiento mundial elevado.

La inflación de septiembre fue sorpresivamente alta por la incidencia de precios específicos, en particular de combustibles y de algunos perecibles, con lo que la inflación anual del IPC se ubicó cerca de 4% antes de lo proyectado. En cambio, las medidas de inflación subyacente IPCX e IPCX1 (que excluyen combustibles, perecibles y algunos servicios regulados, entre otros) han seguido aumentando en línea con lo previsto. Las medidas de expectativas de inflación, para horizontes de dos y más años, se mantienen

4



en torno a 3%. Este cuadro es coherente con un aumento transitorio de la inflación y con la convergencia de la tendencia inflacionaria hacia el centro del rango meta previsto en el último Informe de Política Monetaria.

El Consejo considera que, en el escenario más probable, continuará reduciendo el estímulo monetario prevaleciente, de manera de mantener una trayectoria esperada para la inflación en torno a 3% anual en el horizonte habitual de política de 12 a 24 meses."

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17:15 horas.

JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Vicepresidente

VITTORIO CORBO LIOI
Presidente

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Consejero

MARÍA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera

NICOLÁS EYZAGUIRRE GUZMÁN
Ministro de Hacienda

MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero

JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR
Ministro de Fe (S)