



ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION DE POLITICA MONETARIA N° 72
Celebrada el 11 de enero de 2005

En Santiago de Chile, a 11 de enero 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:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;
Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldívar;
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;
Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera Barriga;
Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic Marinovic;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva;
Gerente de Información e Investigación Estadística, don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Comunicaciones, don Eduardo Arriagada Cardini; y
Secretario General, don Jorge Court Larenas.

Se encuentra también presente, especialmente invitada, la Asesora Macroeconómica del Ministerio de Hacienda, señora Bernardita Piedrabuena Keymer.

I. Fecha Sesión de Política Monetaria del mes de julio de 2005.

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de julio de 2005, para el día 12 de ese mes.

II. Exposición.

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



Durante el segundo semestre del año pasado el cuadro macroeconómico interno reflejó con más claridad, a través de los sectores productivos y los componentes de la demanda agregada, tanto las positivas condiciones externas como el impulso de la política monetaria. La actividad industrial acentuó el dinamismo que mostró durante la primera mitad del año, mientras que en la formación bruta de capital desaparecieron los rezagos de fines del 2003. En tanto, el consumo privado se mantuvo robusto a pesar del incremento del precio de los combustibles y las exportaciones mostraron un renovado empuje. En el mercado laboral, la ocupación volvió a crecer según las tendencias previas y la tasa de desocupación descendió después del inesperado incremento de mediados de año, aunque sólo de manera paulatina debido al aumento de la tasa de participación. Este cuadro, unido a la continuación de condiciones externas favorables y un impulso macroeconómico que persiste, anticipa un cierre algo más rápido de las holguras de capacidad que lo previsto con anterioridad.

El incremento de los costos, en especial de los laborales, ha sido tenue, mientras que la inflación subyacente, que excluye los precios de bienes y servicios más volátiles, ha exhibido en los últimos trimestres un aumento lento. Esto ha llevado a esperar que las presiones de precios derivadas de la descompresión de márgenes serían menos intensas que lo anticipado anteriormente y muestra cómo la economía chilena ha podido acomodar incrementos de la demanda agregada sin inducir presiones inflacionarias indeseables. Ello ha permitido continuar con una normalización pausada de la política monetaria y congruente con una convergencia gradual de la inflación proyectada del IPC a 3%.

En el plano internacional, el 2004 terminó siendo muy positivo para Chile, gracias al fuerte crecimiento mundial, el alto precio del cobre y buenas condiciones financieras. El panorama central considerado en este Informe incorpora un escenario favorable para la economía mundial hacia el 2005 y el 2006, con una desaceleración paulatina de la actividad global que refleja el impacto del elevado precio del petróleo y la disipación de los efectos del impulso monetario y fiscal de años recientes. También se espera una reducción gradual del precio del cobre en la medida que disminuya el notable crecimiento de la demanda por el metal y se materialicen incrementos de capacidad. Adicionalmente, este panorama considera un acomodo gradual y sin sobresaltos de los desequilibrios macroeconómicos de las principales economías.

De hecho, la fuerte y reciente depreciación adicional del dólar es un fenómeno que puede vincularse a una mayor preocupación por estos desequilibrios en los mercados financieros internacionales. A pesar de lo anterior, y de las alzas de la tasa de política monetaria que está implementando la Reserva Federal, no se han alterado, por ahora, las favorables condiciones financieras que enfrentan las economías emergentes. Estas se aprecian en *spreads* que se encuentran en mínimos históricos y reducidas tasas de interés de largo plazo en el mundo desarrollado.

Así, se estima que el elemento principal tras los movimientos cambiarios de los meses recientes ha sido la pérdida de valor del dólar estadounidense frente a la mayoría de las monedas del mundo. En este contexto, y desde el último Informe de Política Monetaria, el peso chileno se ha apreciado 7,3% y 1,7% respecto del dólar y el yen, respectivamente, y se ha depreciado 3,1% con relación al euro. En suma, el peso ha tenido una leve apreciación multilateral, tanto real como nominal. Una vez que se toman en cuenta los efectos de las paridades en el mundo sobre precios de *commodities* y actividad global, no se considera que la depreciación real del dólar en el mundo traiga necesariamente aparejada una apreciación real del peso de importancia en el largo plazo, sobre todo considerando los exiguos flujos netos de capitales hacia economías emergentes. Por lo mismo, no se estima que esta apreciación del peso conlleve una profundización del impulso macroeconómico actual.



Internamente, la mantención de un importante estímulo monetario se advierte en las estimaciones del nivel real de la tasa de interés de política, así como en las brechas entre ésta y distintas medidas de la tasa de interés real natural y de las tasas de crecimiento de los distintos agregados monetarios y crediticios. Sin embargo, el estímulo monetario parece haber dejado de profundizarse en lo que se refiere a las condiciones financieras que enfrentan los hogares, donde ya se detectan algunos incrementos de las tasas de créditos de consumo y de vivienda respecto de los niveles prevalecientes en septiembre. En el caso de las empresas se ve un mayor dinamismo apoyado por la demanda de financiamiento para la inversión. Las medidas de compensación inflacionaria que se deducen del diferencial de tasas de interés nominales y reajustables de mediano y largo plazo continúan en niveles similares a los observados al cierre del Informe de Política Monetaria de septiembre, en torno a 2,5%. Como ha sido habitual, las primas de riesgo incluidas en estas medidas de compensación inflacionaria han reflejado el impacto de los movimientos cambiarios, del precio del petróleo y de la inflación misma. No se estima que estos vaivenes indiquen expectativas de inflación implícitas en los precios de activos financieros significativamente distintas de 3% a mediano y largo plazo. De hecho, las distintas encuestas a analistas señalan que la inflación esperada a dos años plazo se ubica en torno a 3%, el centro del rango meta de inflación.

La demanda interna mostró en el curso del segundo semestre del 2004 una aceleración respecto de la primera mitad del año, empujada principalmente por un sostenido dinamismo de la formación bruta de capital fijo. La aceleración de la inversión se ha apreciado más marcadamente en el componente de maquinaria y equipos, la que parece ser bastante generalizada a través de sectores económicos y tipos de bienes de capital. Las mejores perspectivas empresariales y los buenos resultados del tercer trimestre apoyan este mayor dinamismo de la inversión, con lo que se ha disipado plenamente el rezago que mostraba este componente del gasto un año atrás. La mayor demanda de financiamiento corporativo que ha conllevado este dinamismo de la inversión ha sido satisfecha con el acceso a fuentes internas, incluyendo recursos propios.

Por otro lado, la evidencia disponible indica que el consumo privado, luego de la significativa expansión observada hasta mediados de año, se mantuvo robusto a pesar del aumento transitorio del precio de los combustibles. La caída del precio internacional del petróleo respecto de los niveles máximos de mediados de octubre, junto con el mayor dinamismo de la ocupación, el repunte de la confianza de los hogares y las aún expansivas condiciones financieras, anticipan para los próximos trimestres un mayor crecimiento de este componente del gasto.

La mantención de la regla fiscal en un contexto de importante repunte de los ingresos, tanto por la aceleración del crecimiento económico como por el nivel del precio del cobre, ha redundado en un incremento sustancial del ahorro público y en un superávit fiscal que probablemente superó el 2% del PIB. En términos consolidados, se estima que la deuda neta del Gobierno Central y del Banco Central llegó a cerca de 5% del PIB a fines del 2004. El presupuesto para el 2005 conlleva un mayor incremento del gasto público, en el marco de la aplicación de la regla fiscal actual, lo que añadirá un moderado empuje al impulso macroeconómico que seguirá proveyendo la política monetaria.

De esta manera, el mayor nivel de los términos de intercambio ha contribuido básicamente a un incremento más intenso del ahorro público y nacional, con lo que se ha consolidado un escenario de superávit en cuenta corriente para el 2004. Aunque el incremento de la inversión ha sido sustancial, no alcanza a incidir en este escenario de cuenta corriente superavitaria.



Por el lado de la actividad, el mayor crecimiento se aprecia fundamentalmente en la industria, aunque el comercio ha continuado también en una trayectoria dinámica. La dinámica industrial no obedece a un comportamiento de subsectores o empresas específicas sino que, por el contrario, es un fenómeno que se generalizó en el curso del año. Por otra parte, en el 2004 la producción minera experimentó un importante incremento, gracias a la maduración de proyectos de envergadura, junto con la superación de problemas técnicos de principios de año. Se espera que este ritmo de crecimiento no se repita en los años más próximos, debido a que los incrementos de capacidad en carpeta solo madurarán hacia el 2006 y 2007.

Durante la segunda mitad del año, el mercado laboral comenzó a mostrar mayor dinamismo, como corroboran las diferentes fuentes de información disponibles. Esto disipa parte importante de la heterogeneidad evidente en las cifras al cierre del Informe de Política Monetaria de septiembre. Más allá de la volatilidad observada a mediados de año y de efectos estacionales, la información disponible para el 2004 muestra que la ocupación se ubica significativamente por encima de lo observado el 2003, lo que se asocia al importante incremento del empleo asalariado. Esto, junto con el incremento de la participación femenina y la composición de la desocupación, muestran que no es evidente deducir que la aún elevada tasa de desempleo indique debilidad generalizada en el mercado laboral.

El escenario de mediano plazo más probable sigue siendo coherente con un crecimiento de tendencia en torno a 5% anual. Con ello, y al igual que en años recientes, una parte sustancial de los vaivenes de la productividad total de factores sería de carácter cíclico. Lo anterior, junto con el incremento de la tasa de inversión prevista, aumenta levemente el crecimiento de tendencia para el 2004 y 2005, en alrededor de un par de décimas de punto porcentual por año. El crecimiento del PIB de tendencia pasaría, de este modo, desde aproximadamente 4% anual en el 2004 hasta tasas más cercanas a 5% anual hacia fines del horizonte de proyección.

Así, luego de que el PIB creciera en torno a 5,8% el 2004, la economía chilena debería alcanzar tasas de crecimiento entre 5¼ y 6¼% el 2005, para experimentar luego una suave desaceleración el 2006, de manera de copar gradualmente las holguras de capacidad que aún persistan. La demanda interna crecería sustancialmente más que el PIB, de forma que el superávit en cuenta corriente se disiparía de manera paulatina el 2005 y 2006, situación que también se vería influida por una normalización de los términos de intercambio.

Como ha sido la tónica en los años recientes, la volatilidad del precio de los combustibles y del tipo de cambio ha tenido una incidencia transitoria en la inflación del IPC, mediante sus efectos directos y vía tarifas reguladas. Aunque los movimientos del cambio bilateral peso/dólar inciden de manera mecánica en diversos precios y tarifas reguladas, su incidencia en la inflación de mediano plazo no es mayor en la medida que ello no responda a cambios persistentes en la paridad real multilateral del peso. En un escenario en que esta última variable no presente modificaciones en el largo plazo, no se puede esperar que cambios en la paridad del dólar en los mercados internacionales tengan efectos duraderos en las presiones inflacionarias en Chile.

Durante los últimos trimestres, las medidas de inflación subyacente han evolucionado por debajo de lo inicialmente previsto, diferencia que se redujo a algunas décimas desde el Informe de Política Monetaria de septiembre. Esta dinámica ha sido el resultado de menores presiones de precios derivadas de la descompresión de márgenes y a una trayectoria plana, o incluso declinante en lo más reciente, de los costos laborales unitarios. Ello se relaciona con un incremento de las remuneraciones nominales que sigue siendo acotado, con un crecimiento de la productividad del trabajo que sigue siendo significativo y con precios al productor que muestran un repunte muy moderado. Todo ello ha llevado a que el ritmo de convergencia al rango meta haya sido gradual.

H



De esta forma, el comportamiento previsible de los costos laborales unitarios y la débil evidencia de presiones de márgenes en la economía como un todo, llevan a estimar que las presiones inflacionarias en el curso del 2005 serían más limitadas que las previstas. A esto se agregan las reducciones esperables del precio de los combustibles, con lo que la inflación del IPC proyectada para el 2005 se mantendría cercana a la parte inferior del rango meta, incluso posiblemente por debajo de 2% para parte del año.

Hacia el mediano plazo, sin embargo, el cierre de holguras más rápido que lo anticipado compensará esas menores presiones de precios, por lo que el panorama inflacionario hacia fines del horizonte de proyección no difiere mayormente de lo previsto en el Informe de Política Monetaria de septiembre. De esta manera, la inflación del IPC alcanzaría 2,8% en promedio durante el 2006 y 3,3% a fines del horizonte de proyección. Esto, gracias a que la tendencia inflacionaria subyacente continuaría con un ritmo de incremento similar al que mostró en el 2004, luego de la desaceleración de fines del 2003, superando levemente 3% hacia el 2006. En este contexto, el Consejo estima que ello permite continuar con un ritmo pausado de normalización de la política monetaria, cuya velocidad precisa dependerá de los antecedentes que se vayan acumulando en el tiempo. En el escenario central, como supuesto de trabajo, las proyecciones contenidas acá se realizan suponiendo una trayectoria para la tasa de política monetaria que aumenta a un ritmo levemente mayor que la implícita en los precios de activos durante las últimas dos semanas, y congruente con una convergencia gradual de la inflación del IPC a 3%.

Los principales escenarios de riesgo están asociados a la forma como evolucione la economía mundial en los próximos años. La gradual desaceleración de la actividad global puede ser más abrupta que lo anticipado, especialmente en el contexto de un ajuste intenso y desordenado de las cuentas corrientes, tasas de interés y monedas de las principales zonas económicas. El mercado internacional del petróleo sigue siendo estrecho y persiste la posibilidad de problemas geopolíticos, por lo que es posible que la trayectoria del precio del petróleo sea distinta de la considerada en el escenario base de proyección, o que sus efectos contractivos sobre la economía mundial sean mayores que los considerados hasta ahora. En todo caso, a diferencia de años recientes, la mayor fortaleza financiera que muestran las economías emergentes, incluyendo Chile, las hace menos vulnerables a estos eventos.

Internamente, se considera que las mayores incertidumbres dicen relación con la posibilidad de que la actividad y el gasto interno continúen reaccionando con más intensidad que la prevista a las favorables condiciones macroeconómicas actuales. El escenario central contempla que las sorpresas de actividad de los últimos meses no se repiten. Sin embargo, el importante incremento que siguen mostrando los diversos agregados monetarios puede ser indicativo de que este dinamismo persista. Igualmente, tampoco se puede descartar que el mejor tono del mercado laboral o las perspectivas de mayor crecimiento futuro incidan en un mayor dinamismo del consumo y de la inversión que el considerado como más probable. Por el lado de precios y costos, es posible delinear escenarios alternativos en que las presiones de márgenes lleven a una aceleración de los precios subyacentes mayor que la contemplada en el escenario base. Asimismo, queda por verse qué efectos tendrá el cambio de la jornada laboral sobre el cuadro macroeconómico. También cabe considerar escenarios en que el tipo de cambio sufre una apreciación adicional a la observada hasta ahora, por ejemplo por una depreciación adicional del dólar en los mercados internacionales. Finalmente, se estima que eventuales vicisitudes en la disponibilidad de gas natural argentino, de una magnitud como las observadas en el 2004, no tendrían implicancias macroeconómicas significativas.

4



Las implicancias de los escenarios alternativos sobre la política monetaria en Chile dependen crucialmente de cómo ellos se manifiesten en el mediano plazo en presiones inflacionarias. Con todo, el Consejo estima que estos escenarios alternativos configuran un balance de riesgos que es balanceado para el crecimiento y con un sesgo al alza, en el mediano plazo, para la inflación.

El Presidente, señor Corbo ofrece la palabra para comentarios respecto al diagnóstico presentado por el Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Pablo García.

En relación al escenario externo el señor Ministro de Hacienda consulta si la revisión hacia arriba respecto de algunos países tales como Estados Unidos de América, y algunos países del Asia, es primera vez que se hace en tal dirección.

Sobre el particular, el Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann, señala que, en efecto, en Estados Unidos de América más bien se habían visto revisiones hacia abajo. Sin embargo, explica que hoy día se ha revertido dicha tendencia, por cuanto se ve, en realidad, que la economía americana ha tenido un desempeño más fuerte y ello ha repercutido positivamente en lugares como Asia y América Latina donde, en cierto modo, están recogiendo ese efecto.

Interviene el señor Gerente de División Estudios, señor Rodrigo Valdés para señalar, que en el caso de latinoamérica ya teníamos en meses pasados revisiones hacia arriba, e indica que las proyecciones no saltan de 4,9% a 5,5% de un mes a otro.

Consulta el señor Ministro si esto significa que el mercado cree que el promedio de la inflación de los próximos 10 años va a ser 2,5%.

El Consejero señor De Gregorio expresa que la prima de riesgo tiene este componente nominal que tienen todos los países del mundo, pero la UF también es una tasa que fluctúa mucho, por lo tanto también hay una prima de riesgo en las tasas en UF.

Interviene el Consejero señor Marfán, para agregar que la prima de riesgo tiende a aumentar las tasas en UF por lo tanto la diferencia entre la nominal y la UF es más baja, no más alta.

El Gerente de División Política Financiera, hace presente, que en nuestro mercado de largo plazo los inversionistas están calzados porque son principalmente compañías de seguro, y fondos de pensiones que muestran su rentabilidad o están obligados a entregar rentas en UF, por lo tanto desde el punto de vista del largo plazo para ellos el activo más seguro es el activo denominado en UF; mientras que en el corto plazo existen inversionistas, que son principalmente, los bancos que están financiándose en parte con instrumentos nominales y que tienden a castigar los instrumentos en UF exigiéndoles una compensación menor.

El Gerente de División Internacional, señor Esteban Jadresic, en relación a lo que señala el señor Herrera, expresa que al final el riesgo es relativo a quien está demandando los papeles, lo que quiere decir que en los papeles largos a diez años un inversionista debiera tener un riesgo. Agrega que la secuencia de inversión de papeles nominales más cortos o incluso de papeles largos, es más riesgoso que tener el papel real y eso quiere decir que la compensación inflacionaria en general debería ser menor que la expectativa de inflación implícita, porque hay que darle un premio adicional a los papeles nominales para poder satisfacer a los mismos demandantes. Entonces indica, sería normal, bajo esa hipótesis que la compensación inflacionaria esté bajo el 3%, si es que es una tasa creíble de inflación a largo plazo.

4



El Ministro de Hacienda consulta si al compararse este período de reaceleración de la economía con otros como por ejemplo, en los años 86-87 o 92-93 se aprecia algo diferente. Su opinión es que, en esta oportunidad, ha sido un poco más intensivo en inversión y el consumo ha sido un poco más estable.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Pablo García, responde señalando que lo anterior depende de cuál es el punto más bajo que se considere. Indudablemente, indica, hasta el año 2003, el período de mediados del 2002 hacia mediados del 2003 y fines del 2003, toda la aceleración que hubo del crecimiento, del orden de un punto y medio, fue básicamente consumo, y nada de inversión.

El señor Ministro aclara que se refiere a la reaceleración, o sea, del 2004 y lo proyectado para el 2005. Se pregunta si el 2004 y 2005 puede ser comparable con el 86-87 o quizás con el 91-92 o 92-93.

Interviene nuevamente el señor García y expresa que en la última vuelta, o sea el segundo semestre del año 2004, claramente el repunte ha sido por el lado del gasto, básicamente formación de capital fijo.

Agrega el señor García que lo anormal que hubo en el último ciclo fue que la inversión se demoró mucho tiempo en repuntar, y también que existía un retraso de la inversión hasta principios del 2004, que era de gran magnitud. Señala que el hecho que se normalice ahora, por cierto, da cifras de crecimiento muy altas, pero el fenómeno anómalo era la debilidad que había mostrado la inversión en todos estos años más que el rebrote que ha mostrado posteriormente.

Con respecto a este tema, el Presidente señor Corbo acota que la inversión partió rezagada y ahora lo hizo con fuerza y recuperó todo lo que había perdido. En un IPOM anterior, señala, se hizo ese ejercicio y se vio que en el IPOM del año pasado, comparado con las recuperaciones la inversión estaba muy atrás.

En cuanto a la exposición relativa a actividad y mercado laboral, el señor Ministro de Hacienda consulta si la proyección de 5,8% para este año está basada, predominantemente, en la imputación de diciembre o hay revisiones hacia atrás.

El señor Gerente de Información e Investigación Estadística, señor Ricardo Vicuña señala que, efectivamente va a cambiar el año 2003 producto de las revisiones, y eso va a cambiar la base para el cálculo del 2004. Muy a grandes rasgos se hizo un ejercicio muy rápido para ver si efectivamente el cambio de base iba a generar un efecto con el 5,8 y no hay un cambio muy importante, por las ponderaciones del año 2003, que afectan la tasa del 2004. Los nuevos niveles del 2003 cambian las ponderaciones de base para el cálculo del 2004 y esa, por lo menos por cambio de ponderaciones, da una tasa muy parecida al 5,8%.

En cuanto a empleo el Consejero señor Marfán señala que existe un concepto que es la tasa de ocupación, que puede ligar una variable de comportamiento económico con una variable demográfica. Indica que tiene la impresión que la tasa de desempleo no se sabe interpretar bien, ya que desconocemos si en la fuerza de trabajo prima el componente demográfico o un componente de comportamiento.

4



El señor García, para ilustrar el punto, señala que cómo la tasa de participación refleja comportamiento demográfico, también en el corto plazo del ciclo se aprecia como las tendencias de la participación femenina y masculina desde el año 95 han sido claramente distintas. La participación masculina tiene una tendencia desde el 95 de caída bastante sostenida con un incremento leve en el último tiempo, mientras que la participación femenina ha aumentado fuerte ya superando el punto más alto que se dio antes del año 2001. De aquí en adelante estos elementos hacen bastante difícil extrapolar hacia dónde va la fuerza de trabajo masculina si va a continuar y si alguno de estos dos factores va a predominar.

El Consejero señor Desormeaux, en relación a las conclusiones de los antecedentes presentados por el Gerente de Análisis Macroeconómico, señala que un tema que se ha discutido a través del Informe de Política Monetaria, pero que es bueno que se vea de nuevo, es aquel de la evolución del tipo de cambio nominal que tenemos prevista de aquí para adelante.

Con respecto a lo anterior, el señor García señala que el tipo de cambio nominal tiene una depreciación con respecto al dólar en el curso de los próximos dos años hasta alrededor de los \$ 590.- \$ 600.-, pero eso es consistente con un tipo de cambio real que a fines del horizonte de proyección es muy similar al que tenemos hoy día.

Consulta el señor Ministro cómo proyecta el Banco el producto potencial, toda vez que está empezando el 2005.

El señor García señala que el Banco usa una metodología que es, básicamente, muy similar a la que utiliza Hacienda pero con frecuencia trimestral.

El Presidente, señor Vittorio Corbo, suspende la Sesión a las 13:10 horas e informa que la misma se reanuda a las 16:00 horas.

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 72.

Se incorporan a la reunión el señor Klaus Schmidt-Hebbel Dunker, Gerente de Investigación Económica y la señora Cecilia Feliú Carrizo, Secretaria Ejecutiva del Gabinete de la Presidencia.

El señor Ministro de Hacienda interviene para señalar que antes de las opciones que se ven en esta coyuntura en particular, y como forma de entender los modelos que se utilizan en el banco, quisiera saber si en opinión del Banco Central el ritmo en síntesis a que se esté cerrando el *gap*, tiene o no tiene relación. Señala que, sería consistente con el modo de ver las cosas que si ambos ritmos difieren de modo más importante, esto es, si el ritmo de estrechamiento de las holguras, es más rápido, eso debiera configurar un curso de acción monetario restrictivo más rápido que en el caso contrario.

4



El Presidente señor Corbo señala que lo expuesto por el señor Ministro es una de las variables que se consideran, pero lo que sí está claro es que el Banco está partiendo de una situación en la cual la tasa de política monetaria está muy por debajo de cualquier estimación de tasa neutral. Agrega que el Banco ha decidido que esta reducción del estímulo monetario va a ser en forma pausada, en consecuencia entonces es robusta la decisión de pausada respecto a estimaciones que uno tenga del *gap*. Señala que es efectivo que si el *gap* se va reduciendo, no hay duda que eso va creando más presión inflacionaria en la medida que se va reduciendo el gasto.

Agrega el señor Presidente, que el Banco utiliza los modelos y también su propio juicio, ya que estamos con una tasa de interés hoy día sustancialmente por debajo de cualquier tasa neutral, en cualquier estimación que uno haga. El hecho que el producto esté creciendo fuerte y que los *gap* se estén acortando indica que el proceso, es el momento de empezar a reducir pausadamente este estímulo monetario que se puso en condiciones muy distintas. Lo anterior, señala el señor Presidente, está relacionado con la velocidad a la cual se van achicando los *gaps*, pero no estamos discutiendo velocidad, estamos discutiendo básicamente mantener esto pausado. El principio de organización que tenemos para proyectar la inflación tiene que ver con que hay una curva de Phillips, o sea, los *gaps* son importantes desde el punto de vista para nuestra orientación, pero al final se efectúa un juicio. Agrega que si es la orientación central, tenemos un modelo, y tenemos que tener un esquema para hacer política y ese esquema es que tenemos una curva de Phillips, como tienen todos los bancos centrales.

El señor Ministro agrega que quisiera insistir que no se está refiriendo a la decisión puntual de ahora, sino lo que está tratando de entender finalmente es qué es lo que se está discutiendo porque esto es una discusión de IPOM, y no es solamente una discusión de esta coyuntura, sino que se trata de una discusión enfocada más en el largo plazo.

El Consejero señor De Gregorio señala que en este tema hay dos aspectos que considerar. El Primero es una discusión de modelo. Si en este modelo la brecha es distinta y la brecha se cierra, y suponiendo que en este modelo la brecha se cierra más rápido, obviamente uno esperaría, dado todo lo demás constante, que el ajuste de tasa, y la reducción del impulso monetario sería más rápido. Eso es dado el modelo.

En segundo lugar, señala que hay un aspecto técnico que no es trivial. Cuando se discute dentro de ese modelo lo que va a ser la política monetaria, y si el Banco discute la manera de modificarlo, también cambian todos los parámetros de ese modelo lo que no es trivial. Señala que si alguien le dice "lo que pasa es que llevamos tres años en los cuales nos hemos equivocado en esto y en esto", y si como consecuencia de ello hacemos ese cambio, obviamente estamos hablando de un modelo distinto, en cuyo caso la conclusión no le parece obvia. La conclusión sí le parece obvia si se dice "de aquí en el futuro nosotros vemos que esto se está cerrando más rápido, o más lento, desde donde estamos partiendo". Agrega que, quiere enfatizar el juicio que el Banco usa en las reuniones de política monetaria. Se han enfatizado mucho que las decisiones en las reuniones de política monetaria están de acuerdo a la coyuntura que existe en ese momento, lo que se puede prever que va a ocurrir, pero que en ningún caso significa que se está amarrando un juicio específico.

2 H



Interviene el señor Ministro para señalar que es relativamente evidente que cada decisión y cada comunicado que efectúa el Banco no solo alteran la instancia monetaria de ese momento, sino que también las expectativas que el mercado se forma respecto del curso futuro. En consecuencia, pregunta si esa trayectoria de normalización hacia una tasa neutral que no se sabe cuál es, pero que se sabe que es más arriba, tiende a ser más apresurada, más lenta, en función de qué tan rápido se cierra el *gap*. Agrega que había entendido de la reunión de la mañana que lo señalado aparentemente no dependía de qué tan rápido aumentara el producto potencial, porque pareciera ser, que el curso futuro esperado para el producto efectivo depende de un cierto supuesto sobre el producto potencial, porque si se sube, entonces habría un efecto riqueza que aparentemente haría que el curso del producto efectivo fuera también más rápido. Entonces, señala que al final no sabe si es relevante o no es relevante mirar qué tan rápido va la tasa de inversión, qué tan rápido van los factores de oferta, para efectos de hacer la discusión que van a tener.

El Gerente de División Estudios señala que el Banco ha efectuado la revisión del producto potencial del Informe con el anterior. Señala que hay que darle consistencia en el tiempo también a este diagnóstico y agrega que en el tiempo se ha aumentado el crecimiento del PIB potencial justamente porque existieron shocks tanto de actividad -que podrían influir en la PTF-, como porque la inversión iba más rápido. Señala haber entendido que si no se hubiese tenido un shock de inversión tendríamos un poquito menos de PIB potencial, etc. Ahora, respecto de cuánto uno corrige eso en el escenario central, señala que como se dijo claramente en la mañana, es bastante menos que lo que se está corrigiendo en las proyecciones de crecimiento porque hay al final cierre de brechas. En opinión del señor Gerente, es muy difícil hacer el juicio de que con los datos existentes, las brechas se están ampliando o cerrando más lento de lo que se esperaba antes. Por el contrario, piensa que las brechas se van cerrando más rápido de lo que se pensaba hace seis meses. Señala haber entendido en la mañana que el Ministro en el fondo decía por qué no podemos asumir que se están cerrando a la misma velocidad o incluso ampliando, porque hay shocks de oferta muy favorables. Al respecto, señala que el escenario central no contempla esto. Para ser bien claro, dicho escenario contempla un cierre de brecha a un ritmo algo mayor, lo que en su opinión piensa que es la manera más directa, más defendible dentro de todas las posibilidades.

El señor Ministro señala que quiere precisar al Consejo la razón de su consulta. Expresa que la ley lo obliga y le exige por tanto, participar en este Consejo y, en consecuencia, el sentido que el Gobierno le da a su participación en el Consejo es que pueda hacer valer los puntos de vista del Gobierno. Agrega, que para ello se necesita que el diálogo sea fecundo, y en consecuencia compartir una cierta forma de entender lo que se analiza. Señala que todo depende del punto de partida. Señala que ciertamente si nos situamos respecto de seis meses a esta parte, la innovación predominante ha sido una aceleración del *output* efectivo y, por tanto, respecto a cómo se miraba la economía hace seis meses atrás. Agrega que la mayor novedad es que a estas alturas el *gap* está algo más pequeño de lo que se habría pensado hace seis meses atrás, lo que acepta. Sin embargo, agrega que no es menos cierto que en lo más reciente la tasa de inversión se ha acelerado, todo lo demás constante, e insiste que la magnitud de la aceleración del *output* efectivo es la primera derivada. La segunda, es que la tasa de inversión se está acelerando.

2 11



El Consejero señor Marfán estima que lo que hay que hacer, y lo que destaca como una sugerencia, es tener una Minuta sobre este tema. Cree que es un tema muy importante y va a seguir siendo importante en lo que resta del año. Manifiesta que tiene dudas parecidas a las del señor Ministro y lo planteó previamente en reuniones porque en su concepto hay demasiadas cosas involucradas al mismo tiempo. Señala que si uno tiene un crecimiento del PIB potencial permanentemente más alto, entonces se podría tener también una tasa neutral de política que sería mayor de la misma manera como sería la tasa de crecimiento de largo plazo. Indica que no está tan convencido de que lo anterior tenga que ser así. Señala que a lo mejor la velocidad a la cual se va corrigiendo en el corto plazo tiene que ser mayor porque tiene que llegar a un punto más alto. Sin embargo agrega que detrás de esas aseveraciones tiene la impresión de que hay una multiplicidad de supuestos y de consideraciones que hay que discutir. Si el crecimiento es más alto también se podría pensar que el ritmo de apreciación de la moneda debería ser más alto. Señala que si eso es así y si hay arbitraje de tasas de interés entonces se debería converger a una tasa de interés mas baja para una misma tasa internacional y no más alta, porque si se tiene la tasa de interés internacional más menos las variaciones en el tipo de cambio, entonces, la única manera en que el modelo corrige eso es poniéndole un riesgo país más alto, lo cual no pareciera ser consistente con tener una tasa de crecimiento más alta.

El Presidente señor Corbo señala que continuarán los esfuerzos para clarificar estos temas, tanto internamente como también con el señor Ministro. Agrega que la reunión de política monetaria que tenga lugar en cuatro meses contados desde ahora se contará con un avance significativo en esta dirección.

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

Al respecto, el señor Gerente de División señala que:

1. En la reunión de política monetaria de diciembre, el Consejo decidió mantener la tasa de interés de política en 2,25%. Con los antecedentes disponibles se concluía que, a diferencia de los meses previos, la actividad no tenía una aceleración adicional que las medidas de la tendencia inflacionaria seguían aumentando lentamente desde niveles reducidos y que el ritmo de aumento de los costos seguía siendo acotado. Se consideró que tanto subir como mantener la tasa de política monetaria era coherente con la estrategia de normalización pausada de la política monetaria, la cual no cambiaba con la información disponible. Se decidió que mantener la tasa era apropiado para justamente remarcar la gradualidad del proceso de normalización. En el comunicado respectivo, el Consejo reafirmó que, en el escenario más probable, continuaría reduciendo pausadamente el marcado estímulo monetario prevaleciente, de manera de mantener una trayectoria esperada para la inflación en torno a 3% anual en el horizonte habitual de política.
2. Los antecedentes acumulados desde la última reunión dan cuenta de que continúan las principales tendencias observadas en la economía nacional en los últimos meses, con una inflación acotada y una actividad más dinámica, todo ello en un entorno internacional favorable. En efecto, las cifras de crecimiento económico continúan altas y han sido algo superiores a las proyectadas. La inversión sigue aumentando en la tendencia de los últimos meses y, más allá de temas de registro de alta frecuencia, las exportaciones siguen creciendo con fuerza. La creación de empleo ha confirmado su dinamismo de los últimos tres meses y se aprecian expectativas positivas. En paralelo, las medidas de la tendencia inflacionaria siguen repuntado desde niveles reducidos, aunque la inflación subyacente

4



IPCX1 una vez más se situó marginalmente por debajo de lo presupuestado. El ritmo de aumento de los distintos costos sigue siendo sorprendentemente acotado, en particular los costos laborales unitarios privados, que caen en 12 meses en lo más reciente (y pesan casi 75% en la estructura de costos del IPCX1), y el tipo de cambio multilateral, que tuvo una disminución real cercana a 2,5% desde la última reunión (y pondera poco menos de 10% en ese mismo indicador). Finalmente, las distintas medidas de expectativas de inflación se mantienen por debajo de 3%, en particular la compensación inflacionaria en instrumentos financieros a distintos plazos.

3. De acuerdo con las proyecciones preparadas para el Informe de Política Monetaria, este cuadro de dinamismo del sector real, de inflación reducida aunque aumentando gradualmente, e incremento tenue de los costos implica que la inflación continuará siendo baja en el corto plazo, pero aumentará progresivamente más adelante. En particular, se espera que, en promedio, la inflación se ubique en el piso del rango meta en los próximos cuatro trimestres, para aumentar hacia 3% el año siguiente. Todo ello bajo el supuesto de trabajo de un aumento paulatino de la tasa de política monetaria. Los antecedentes acumulados, por lo tanto, no parecen suficientes como para modificar la estrategia de normalización pausada de la política monetaria. De hecho, la trayectoria de la tasa de política monetaria implícita en las proyecciones no difiere mayormente de la considerada en las proyecciones de septiembre pasado.
4. Con estos antecedentes, y al igual que en los últimos meses, se puede descartar la opción de disminuir la tasa de interés. A continuación, el señor Valdés analiza las opciones de mantenerla, o aumentarla en una magnitud a determinar.
5. Por un lado, la opción de no aumentar la tasa de política monetaria podría justificarse si se evalúa necesario una normalización más lenta a la contemplada en el escenario central de proyecciones, o incluso postergarla por un tiempo. Esto porque dos meses consecutivos sin aumentos no parecen coherentes con el ritmo utilizado como supuesto de trabajo en las proyecciones actuales, e incluso se alejan de lo implícito en las tasas de interés de mercado para el mediano plazo, salvo que se considere como probable hacer aumentos significativos de la tasa de política monetaria más adelante, lo cual es en principio poco deseable. Sin aumentos más bruscos más adelante, una estrategia de normalización postergada implicaría una proyección de inflación en el escenario central más elevada, por encima de 3% para el mediano plazo, lo que hace poco recomendable esta opción.
6. Por otro lado, se podría argumentar a favor de un aumento mayor a 25 puntos base, tomando en cuenta el dinamismo que está exhibiendo la economía, el que se acompaña con un considerable impulso monetario (refrendado en una tasa de interés real cercana a cero en un plazo de un año y un marcado crecimiento del crédito y de los agregados monetarios), y el hecho de que varios de los escenarios de riesgo configuran un balance posiblemente sesgado al alza hacia la inflación, especialmente en el mediano plazo. A ello se agrega que no es evidente que un aumento de esta magnitud sea contradictorio con el ritmo de normalización supuesto en las proyecciones, si más adelante hay pausas. Sin embargo, es discutible que un aumento como éste pueda entenderse como parte de un proceso pausado, especialmente después de que se mantuvo la tasa de política monetaria en condiciones que apuntaban a un panorama de mediano plazo similar al que se enfrenta en esta reunión. Por lo tanto, sería una dosis que, por coherencia temporal, parece excesiva. Además, en caso de estimarse como adecuada, es posible de repartir en más de una reunión.
7. Finalmente, un aumento de 25 puntos base en esta reunión es coherente con el ritmo de normalización considerado en las proyecciones, el que permite mantener la inflación proyectada en torno a 3% en el horizonte habitual de política.

H



8. Respecto de elementos de táctica, cabe mencionar que, dependiendo de la encuesta, una parte importante o una mayoría relativa del mercado y analistas, no espera un aumento en esta reunión, lo cual es una situación que se previó en la reunión de un mes atrás. Sin embargo, una eventual mantención de la tasa de política monetaria podría reafirmar una percepción errónea de que se persigue una normalización más lenta del estímulo monetario, o, aun peor, que una alta inflación mensual es un requisito previo a aumentar la tasa, cuando lo relevante para esta decisión son las proyecciones de mediano plazo. En todo caso, dadas las expectativas prevalecientes, cabe suponer que un alza de 25 puntos base tendrá algunos efectos en precios financieros, en el sentido opuesto a los que tuvo la decisión de la reunión pasada, cuando se esperaba un alza. Sin embargo, en la medida en que se mantenga la percepción de que la trayectoria de normalización seguirá siendo pausada y no ha cambiado mayormente, las magnitudes involucradas deberían ser acotadas.

El Presidente, don Vittorio Corbo ofrece la palabra para comentarios.

El Gerente de Investigación Económica, señor Klaus Schmidt-Hebbel, manifiesta que considerando el intenso impulso monetario actual, reflejado en una tasa de interés real de corto plazo ex ante cercana a 0%; el elevado crecimiento de la actividad y del empleo; la proyección de cierre completo de la brecha del producto en aproximadamente dos años, de acuerdo al escenario central; los rezagos con que actúa la política monetaria y el horizonte de la política de 12 a 24 meses, coherente con dichos rezagos; la proyección de la normalización de las TPM hasta llegar a aproximadamente un 7% en dos años en el escenario central, lo que requiere de aumentos de 24 puntos base promedio en los siguientes 12 meses, y, *last but certainly not least*, la mantención de la TPM en la reunión anterior, se desprenden sólo dos alternativas de política recomendables para esta reunión, consistentes con las proyecciones del IPoM que se publicará en breves días: elevar la tasa de política monetaria en 25 puntos base o en 50 puntos base.

A la luz de las expectativas de mercado, señala que se inclina por recomendar un alza de 25 puntos base en esta ocasión.

El señor Ministro de Hacienda expresa que al escuchar la intervención del señor Klaus Schmidt-Hebbel respecto de las opciones y en relación a las de los meses pasados, se va a leer la misma dosis o más rápida. No cree tener en la memoria que se haya recomendado que la opción haya sido bajar 0, 25, 50 puntos base. En el fondo, señala que todo lleva a concluir del análisis que la media está en 25 y puede ser o 50 o 0 lo que es claramente superior a la dosis que se ha conversado en la reunión pasada. Es más, agrega que en dos años se cierra la brecha. El señor Ministro señala que tiene dudas que lo anterior sea así, y que ojalá lo fuera por los desempleados de este país, pero que no lo tiene claro.

Indica que, en síntesis la propuesta de Estudios en el sentido que el mercado va a leer o la misma dosis o más, y que no visualiza en base a qué antecedentes entre la reunión pasada y ésta, pudiera hacer leer al mercado esa recomendación. Agrega, que sí ha visto que las perspectivas de inversión y, por tanto, de recuperación en el mediano plazo de la capacidad potencial han mejorado, y en consecuencia, más allá de cuál sea la decisión en esta reunión, pide al Consejo extrema cautela en lo que se comunique en la Minuta de esta Sesión, particularmente, porque dada la experiencia de la última vez, toda la reunión es comunicada en la Minuta e interpretada profusamente en la prensa. Un ejemplo de esto es un artículo del Economista señor Juan Andrés Fontaine, quien el mes pasado, fue bastante elocuente respecto de su visión de cómo estas comunicaciones en el pasado han afectado la estructura de las tasas, del tipo de cambio y otras materias.

14



El Presidente señor Corbo indica que el Banco está consciente respecto de los inconvenientes de ser lo más transparente posible comunicándole al mercado sin compromiso, sino que con la información que se tiene hasta esta fecha, no se está afirmando qué va a pasar con la tasa de la próxima reunión mensual. Señala que lo que se está tratando de analizar es cómo comunicarle al mercado la política del Banco para así aumentar la efectividad de las mismas. Señala que en el futuro próximo se tendrá una evaluación de qué información se da en las Minutas. También expresa que se ha sido cuidadoso en explicarle a la prensa la diferencia entre lo que piensa el staff y lo que piensa el Consejo, pero en definitiva la decisión última la toma el Consejo.

El Consejero señor De Gregorio indica que quiere hacer una observación sobre este tema. Al respecto, señala que su visión es que la transparencia ayuda mucho y su límite se encuentra en la medida que empiece a entorpecer el manejo de la política monetaria. Cree que, por lo menos, desde su punto de vista o del Consejo y del staff es muy importante tener la plena conciencia que lo que se dice en esta reunión va a ser editado como una Minuta. Por lo tanto, cree que, en ese sentido, el Ministro levanta un tema que es importante o que les recuerda la responsabilidad al tener que hacer sus afirmaciones, ya que ellas de alguna manera van a dar señales al mercado y no quiere que en vez de aportar con transparencia y mejor claridad termine produciendo confusión. Estima que esa es una responsabilidad que a todos les corresponde asumir, particularmente en lo que precisa al staff, porque al final los responsables son los Consejeros.

El señor Rodrigo Valdés señala que hay un proceso de edición de lo que se comunica, y recuerda que en ediciones pasadas, de los últimos meses, sí han habido opciones de 50 puntos base.

El Gerente de División Política Financiera, señor Luis Oscar Herrera, en relación a este tema, expresa que no interpreta que sea necesario decir que se va intensificar la dosis y que se ha cambiado el ritmo de gradualidad. Señala que dentro de este ritmo pausado, hay una trayectoria que la más simple puede ser lineal para llegar al mismo punto de aquí a 12 meses y otra, que puede ser un poco más *front loaded*, o *back loaded*, dependiendo de los riesgos. Estima, que hoy día los riesgos que se presentan, dado el mayor crecimiento del producto, y todas las incertidumbres que existen, apoyan la posibilidad de poder adelantar en algo ese ajuste y dejar la pausa para el período posterior.

El Presidente señor Corbo consulta si hay otro punto en esta discusión.

El Consejero señor Desormeaux expresa que resulta conveniente aclarar que mucho antes que se publique la Minuta de esta Acta va a estar disponible el Informe de Política Monetaria, que incursiona mucho más a fondo en todos estos temas y, de este modo, piensa que realmente va a ser dicho documento el que va a recibir el escrutinio público. En su opinión, no le parece que sea esta Acta lo que llame la atención sino que más bien el Informe de Política Monetaria.

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

24



El Consejero señor Manuel Marfán, señala que en primer lugar agradece el análisis del staff y comparte que no hay elementos de sorpresa significativos respecto de la reunión de política monetaria anterior. Si bien la cifra de crecimiento es marginalmente superior a la anticipada, también la inflación subyacente IPCX1 es marginalmente inferior a la anticipada y el peso se ha apreciado en las semanas recientes más allá de la depreciación internacional del dólar. En este contexto, las mismas consideraciones tácticas que motivaron mantener la tasa de política monetaria en 2,25% en la reunión anterior, aconsejan elevarla en 25 puntos base en esta oportunidad. Se trata de aportar señales al mercado de qué significa pausado, de manera de hacer menos oscilantes las expectativas respecto de la evolución más probable de la tasa de política monetaria. Una de las opciones analizadas por el staff es elevar la tasa de política monetaria en 50 puntos base, en esta oportunidad. Al respecto, le parece que esa opción debió descartarse tan rápidamente como se hizo con una reducción de la tasa, ya que ambas alternativas comparten el representar un quiebre en el camino trazado. Desde esta perspectiva, aunque claramente la opción más plausible en esta ocasión es la de normalizar la tasa en 25 puntos base, la única otra digna de haberse analizado, a su juicio, era la de mantenerla en su nivel actual. Al igual que en otras ocasiones, el mencionar una estrategia de normalización de la tasa de política monetaria con consideraciones tácticas de corto plazo, no debe implicar, bajo ningún punto de vista, que el Consejo está asumiendo compromiso alguno respecto de sus decisiones en futuras reuniones de política monetaria. Por el contrario, el Consejo debe mantener todos los grados de libertad para alterar el rumbo trazado sobre la base de noticias y eventos que no estén incluidos en el escenario base. Pero con la misma convicción, es necesario reiterar que la normalización de la economía requiere también una normalización del elevado impulso monetario actual, las oscilaciones de corto plazo de las distintas medidas de inflación no deben distorsionar el objetivo de llevar la inflación a un rango centrado en 3% en el horizonte de 24 meses. Por las razones ya señaladas vota por elevar la tasa de política monetaria en 25 puntos base, de manera de situarla en 2,5%.

La Consejera, señora María Elena Ovalle señala que como se desprende de la presentación de la Gerencia de División Estudios, la economía chilena continúa enfrentando un favorable entorno internacional que ha contribuido a fortalecer la clara expansión de la actividad económica doméstica y el cierre de brechas asociado a este panorama. En el mercado laboral, el último registro de desempleo resultó por sobre la cifra de igual trimestre móvil del año anterior. No obstante, la evolución de los indicadores de creación de empleos y expansión del empleo asalariado, muestran una tendencia positiva que se ha afianzado. Los indicadores inflacionarios estuvieron algo por debajo de los proyectados en la reunión de diciembre, especialmente por movimientos puntuales en el rubro transportes. Por otra parte, los antecedentes provenientes de los salarios y costos continúan sin introducir presiones sobre la inflación. No obstante, las expectativas inflacionarias de mediano plazo continúan ancladas al rango meta.

Considerando estos antecedentes, señala que es evidente que el nivel actual de la tasa de política monetaria no es sostenible en el tiempo dado el panorama de crecimiento que se nos presenta. Estos argumentos afianzan la idea de que la economía estaría necesitando un menor impulso monetario que el vigente, sobre todo porque su trayectoria se ha presentado permanentemente por sobre nuestras estimaciones. Así, un alza de 25 puntos base de la tasa de política monetaria es consistente con la estrategia de retiro pausado de las condiciones expansivas prevalecientes y el tránsito gradual a una tasa de política más neutral. Asimismo, se debe tener en cuenta que las proyecciones de inflación presentadas por la Gerencia de División Estudios tienen implícito un aumento gradual de la tasa de política monetaria para alcanzar el objetivo de 3% en el horizonte de política.



Indica, que concuerda en esta oportunidad con lo discutido en reuniones anteriores, en que un primer hito importante para seguir con este paso mesurado de ajuste, sería dejar atrás una tasa real de política negativa como la prevaleciente bajo las condiciones actuales. También considera que un alza de 25 puntos base, indicaría al mercado que las decisiones de política monetaria no son tomadas en base a hechos puntuales o de un mes en particular que afectan a la inflación y al crecimiento, sino en cómo estos antecedentes van o no modificando las tendencias y perspectivas que marcan el horizonte mediano y largo que les interesa como Consejo. Asimismo, un movimiento en dicha magnitud probablemente no generará un gran impacto en las cifras, por cuanto es de consenso que el proceso de normalización debe continuar. Por lo tanto, una medida preventiva como el alza acotada que propone la Gerencia de División Estudios, los deja en buen pie para seguir evaluando en el futuro nuevas políticas coherentes con este entorno más dinámico y nuestra meta inflacionaria de 3%. Es por ello, que vota por una alza de 25 puntos base en la tasa de política monetaria en esta reunión.

El Consejero señor Jorge Desormeaux, indica que comparte el diagnóstico de la Gerencia de División Estudios y este diagnóstico reconoce dos tendencias que efectivamente no son nuevas, pero que se han ido reforzando en los últimos meses. La primera es que se tiene una actividad más dinámica de la que se esperaba algunos meses atrás, especialmente a partir del tercer trimestre y que todo hace prever que se va a extender hacia buena parte del presente año y esto se traduce en un cierre más rápido de las brechas y de las holguras de lo previsto. La segunda tendencia es que la inflación en el corto plazo se ha mantenido acotada con IPC negativo en diciembre y tal vez en los primeros meses del año en curso. En ello ha influido la favorable evolución de los costos laborales como se ha destacado y la apreciación del tipo de cambio multilateral. Sin embargo, como nos advierte la Gerencia de División Estudios, el cierre más rápido de la brecha del PIB significará una aceleración posterior de la inflación y dados los rezagos con que actúa la política monetaria, corresponde continuar con la política de normalización pausada de la misma. Se pregunta el señor Consejero si es compatible esa estrategia con mantener la tasa de política monetaria inalterada en esta reunión. Su opinión, al igual que lo señalado por la División de Estudios, es que no, porque mantener la tasa de política monetaria inalterada en la reunión de hoy tiene dos riesgos, el primero es que se confunda la estrategia del Consejo del Banco Central, en el sentido que se entienda que éste reacciona frente a shocks de oferta y que va a esperar a tener un alza en la inflación efectiva antes de elevar su tasa de política monetaria; el otro riesgo importante es que se tenga posteriormente que, alterar esa estrategia de ajuste pausado, y se deba optar por un ajuste brusco de la tasa de política monetaria o incluso renunciar a la meta inflacionaria. Ambos riesgos son amenazas importantes para la efectividad de la política monetaria. Por lo anterior, señala que es partidario de realizar un ajuste moderado en la tasa de política monetaria en esta reunión de 25 puntos base, y por consiguiente su voto es por subir la tasa de política monetaria en el monto señalado.

El Consejero señor De Gregorio expresa que tal como se indicó en la reunión de política monetaria de diciembre, de no subir las tasas ese mes, lo más probable es que debiéramos hacerlo en enero. No ha habido sorpresas significativas ni en materia inflacionaria ni por el lado de la actividad que le hagan cambiar dicha evaluación. Por lo tanto cree que en esta reunión, lo recomendable es subir la tasa de interés en 25 puntos base y, en consecuencia, vota en tal sentido.

4



Indica, que concuerda en esta oportunidad con lo discutido en reuniones anteriores, en que un primer hito importante para seguir con este paso mesurado de ajuste, sería dejar atrás una tasa real de política negativa como la prevaleciente bajo las condiciones actuales. También considera que un alza de 25 puntos base, indicaría al mercado que las decisiones de política monetaria no son tomadas en base a hechos puntuales o de un mes en particular que afectan a la inflación y al crecimiento, sino en cómo estos antecedentes van o no modificando las tendencias y perspectivas que marcan el horizonte mediano y largo que les interesa como Consejo. Asimismo, un movimiento en dicha magnitud probablemente no generará un gran impacto en las cifras, por cuanto es de consenso que el proceso de normalización debe continuar. Por lo tanto, una medida preventiva como el alza acotada que propone la Gerencia de División Estudios, los deja en buen pie para seguir evaluando en el futuro nuevas políticas coherentes con este entorno más dinámico y nuestra meta inflacionaria de 3%. Es por ello, que vota por una alza de 25 puntos base en la tasa de política monetaria en esta reunión.

El Consejero señor Jorge Desormeaux, indica que comparte el diagnóstico de la Gerencia de División Estudios y este diagnóstico reconoce dos tendencias que efectivamente no son nuevas, pero que se han ido reforzando en los últimos meses. La primera es que se tiene una actividad más dinámica de la que se esperaba algunos meses atrás, especialmente a partir del tercer trimestre y que todo hace prever que se va a extender hacia buena parte del presente año y esto se traduce en un cierre más rápido de las brechas y de las holguras de lo previsto. La segunda tendencia es que la inflación en el corto plazo se ha mantenido acotada con IPC negativo en diciembre y tal vez en los primeros meses del año en curso. En ello ha influido la favorable evolución de los costos laborales como se ha destacado y la apreciación del tipo de cambio multilateral. Sin embargo, como nos advierte la Gerencia de División Estudios, el cierre más rápido de la brecha del PIB significará una aceleración posterior de la inflación y dado los rezagos con que actúa la política monetaria corresponde continuar con la política de normalización pausada de la misma. Se pregunta el señor Consejero si es compatible esa estrategia con mantener la tasa de política monetaria inalterada en esta reunión. Su opinión, al igual que lo señalado por la División de Estudios, es que no, porque mantener la tasa de política monetaria inalterada en la reunión de hoy tiene dos riesgos, el primero es que se confunda la estrategia del Consejo del Banco Central, en el sentido que se entienda que éste reacciona frente a shocks de oferta y que va a esperar a tener un alza en la inflación efectiva antes de elevar su tasa de política monetaria; el otro riesgo importante es que se tenga posteriormente que acelerar la estrategia de ajuste pausado, alterar esa estrategia más bien dicho, y se deba optar por un ajuste brusco de la tasa de política monetaria o incluso renunciar a la meta inflacionaria. Ambos riesgos son amenazas importantes para la efectividad de la política monetaria. Por lo anterior, señala que es partidario de realizar un ajuste moderado en la tasa de política monetaria en esta reunión de 25 puntos base, y por consiguiente su voto es por subir la tasa de política monetaria en el monto señalado.

El Consejero señor De Gregorio expresa que tal como se indicó en la reunión de política monetaria de diciembre, de no subir las tasas ese mes, lo más probable es que debiéramos hacerlo en enero. No ha habido sorpresas significativas ni en materia inflacionaria ni por el lado de la actividad que le hagan cambiar dicha evaluación. Por lo tanto cree que en esta reunión, lo recomendable es subir la tasa de interés en 25 puntos base y, en consecuencia, vota en tal sentido.

4



El Presidente, señor Vittorio Corbo señala, que tal como lo ha mostrado la Gerencia de División Estudios, las últimas cifras de actividad no hacen más que confirmar que la economía está en una senda expansiva. Además, las perspectivas son que esta expansión continúe siendo robusta impulsada por la mantención de condiciones externas favorables y un impulso macroeconómico que persiste. En este escenario, las holguras de capacidad se seguirán reduciendo y a un ritmo más rápido que lo previsto con anterioridad. Como resultado, aumenta el riesgo que hacia el final del horizonte de proyección la inflación supere en forma holgada el centro del rango meta.

En estas circunstancias, con una tasa de política monetaria muy por debajo de cualquier estimación de una tasa neutral, lo más aconsejable es continuar con el proceso de normalización de la política monetaria. Este curso de política hace más probable que podamos continuar con una reducción pausada del marcado estímulo monetario, para de este modo reducir la probabilidad que más adelante se tengan que introducir aumentos más pronunciados en la tasa de interés para poder cumplir con el objetivo de mantener la inflación centrada en 3% en el horizonte habitual de política.

Así, continuar el proceso gradual de acercar la tasa de política monetaria a la tasa neutral ahora provee una suerte de seguro contra aumentos más abruptos y costosos de la tasa en el futuro si nos encontramos con la desagradable sorpresa que la inflación comienza a alejarse en forma persistente de nuestra meta. Por supuesto que éstas son direcciones de política condicionales al escenario central que se tiene sobre la evolución de la inflación y sus principales determinantes en los próximos meses y, por lo tanto, no constituyen un compromiso de política futuro. Señala que el único compromiso que tenemos es mantenerse atentos para intentar que la inflación se mantenga dentro de la meta del 3% en el horizonte de política.

Por lo anterior, señala que su voto es por un aumento de 25 puntos base en la tasa de política monetaria.

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

72-01-050111 – Tasa de Política Monetaria.

Se acuerda aumentar la tasa de interés de política monetaria a 2,5% anual. Los tramos de la línea de crédito de liquidez se mantienen en el mismo nivel.

Siendo las 17.10 hrs. se retiran de la Sala el señor Ministro de Hacienda, señor Nicolás Eyzaguirre Guzmán y la Asesora Macroeconómica del Ministerio de Hacienda, señora Bernardita Piedrabuena Keymer.

III. Comunicado

“ En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central resolvió, por unanimidad, aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base hasta 2,5% anual.

4



La información disponible muestra que siguen verificándose las principales tendencias identificadas en meses recientes: una inflación acotada y una actividad crecientemente dinámica. En un entorno internacional que se mantiene favorable y condiciones monetarias marcadamente expansivas, la actividad y el gasto interno mantienen un ritmo de crecimiento elevado. La inversión y las exportaciones siguen creciendo a tasas elevadas, se afianza un mayor dinamismo del empleo y de la fuerza de trabajo, y las expectativas privadas son auspiciosas. Las presiones inflacionarias que se derivan de este escenario de cierre de brechas de capacidad hacen necesario continuar con la normalización del impulso monetario.

Más allá de los vaivenes que resultan de los cambios en los precios de los combustibles, las medidas de inflación han aumentado lentamente, en particular las subyacentes (que excluyen algunos bienes cuyos precios son más volátiles). Los costos han mantenido un ritmo de incremento tenue, en especial los laborales, lo que ha contribuido a mantener reducidos los niveles de inflación. Esto ha permitido mantener la gradualidad en la reducción del estímulo monetario.

El Consejo reafirma que, en el escenario más probable, continuará reduciendo pausadamente la marcada expansividad monetaria con el objetivo 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 17.50 horas.

JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Vicepresidente

VITTORIO CORBO LIOI
Presidente

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Consejero

MARÍA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera

MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero

NICOLÁS EYZAGUIRRE GUZMÁN
Ministro de Hacienda

JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR
Ministro de Fe (S)

24



ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION DE POLITICA MONETARIA N° 74
Celebrada el 10 de febrero de 2005

En Santiago de Chile, a 10 de febrero 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 Ministro de Hacienda Subrogante, don Mario Marcel Cullell.

Asisten también:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;
Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldívar;
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;
Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic Marinovic;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva;
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;
Gerente de Información e Investigación Estadística, don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Comunicaciones, don Eduardo Arriagada Cardini; y
Secretario General, don Jorge Court Larenas.

I. Fecha Sesión de Política Monetaria del mes de agosto de 2005.

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de agosto de 2005, para el día 11 de ese mes.

II. Exposición.

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

El entorno macroeconómico presentó algunas modificaciones desde la divulgación del Informe de Política Monetaria, especialmente en lo referido a un mayor crecimiento efectivo del gasto interno y de la actividad en el 2004. Sus tasas de crecimiento han continuado elevadas, estimándose ahora que el PIB del año pasado se habría expandido 5,9%. Estas noticias, sin embargo, son todavía insuficientes como para motivar una revisión significativa del cuadro de proyecciones de mediano plazo. Por el lado de los precios y los costos, la inflación subyacente sigue incrementándose de manera gradual, a un ritmo muy cercano al previsto.

48



Señala el señor Gerente, que las proyecciones de crecimiento mundial para este año y el próximo no tienen revisiones significativas, con algunos ajustes por la incorporación de datos efectivos del último trimestre de 2004. El precio del cobre ha continuado con tendencia al alza durante el último mes, promediando US\$ 1,43 la libra en enero, por encima de lo previsto, mientras el precio del petróleo tuvo un aumento en enero que se ha tendido a disipar en los últimos días. En los mercados financieros desarrollados, lo más significativo ha sido el fortalecimiento del dólar de Estados Unidos de América, debido al mejor desempeño relativo de esta economía y las expectativas relativas a la política monetaria y fiscal en ese país. Las condiciones de financiamiento externo para economías emergentes se han mantenido muy favorables en el último mes, continuando los descensos de los premios soberanos en las últimas semanas.

Por su parte las condiciones financieras en Chile han tenido una leve atenuación en lo más reciente, coherente con el aumento acumulado de la Tasa de Política Monetaria. Sin embargo, la expansividad de la política monetaria sigue siendo sustancial, lo que se verifica en los niveles mismos de las tasas de interés de mercado y su estructura, en un contexto en que las medidas de compensación inflacionaria han tenido un cierto repunte desde hace un mes atrás, en que el volumen de crédito comercial continúa creciendo y los agregados monetarios siguen expandiéndose, aunque a una velocidad más acotada que en meses previos.

La actividad y el gasto han continuado creciendo más que lo previsto. Al igual que en meses anteriores, esto se aprecia, por el lado del origen, en la fuerte expansión de la actividad industrial a lo que se añade un repunte mayor de la producción minera y, por el lado de la demanda, en la formación bruta de capital en maquinaria y equipos. El crecimiento del consumo privado parece continuar robusto, coherente con el repunte de las expectativas de los hogares, medido tanto en el Índice de Percepción Económica de Adimark como en la encuesta de la Universidad de Chile.

El sostenido mejoramiento del mercado laboral es probablemente uno de los factores más positivos detrás de estas expectativas. En particular, la ocupación medida por el Instituto Nacional de Estadísticas muestra un crecimiento anualizado en los últimos cinco meses del orden de 7% —que sigue siendo empujado por la ocupación asalariada— y que no ha redundado en una disminución más rápida de la tasa de desocupación debido al también fuerte crecimiento de la fuerza de trabajo. La información obtenida de la encuesta de la Universidad de Chile para el Gran Santiago es en general coherente con los desarrollos observados durante el 2004 en la encuesta del Instituto Nacional de Estadísticas, esto es, una mayor formalización del empleo y la persistencia de la tasa de desempleo en niveles relativamente elevados debido a la mayor participación en la fuerza de trabajo.

La inflación de tendencia ha continuado aumentando de manera gradual, lo que se aprecia en un conjunto de medidas alternativas. En particular, la inflación anualizada del IPCX1, ajustada por estacionalidad, ha aumentado desde cifras entre 1% y 2% a valores entre 2% y 3% en los últimos tres meses, mostrando la tendencia de incremento prevista con anterioridad. A su vez, las distintas medidas subyacentes también aumentaron en enero. Por el lado de los costos laborales unitarios, éstos siguen con reducciones en doce meses, aunque han dejado de profundizarse gracias a la expansión algo más moderada de la productividad del trabajo. Los componentes no subyacentes del IPC han mostrado, y probablemente lo sigan haciendo, bastante volatilidad de mes en mes, debido a los movimientos del tipo de cambio, los combustibles y las tarifas reguladas.

W
D

En su conjunto, las noticias del último mes no motivan una modificación sustancial del cuadro macroeconómico. Las expectativas privadas siguen indicando un ritmo de normalización lento de la política monetaria hacia delante, en un contexto de inflación reducida durante el 2005 con incrementos posteriores. Los escenarios de riesgo identificados en el Informe de Política Monetaria siguen siendo válidos. Particular mención merecen las noticias del sector real que hacen más plausible el riesgo que la aceleración del segundo semestre del año pasado tenga un carácter más persistente.

Durante el último mes se mantuvo el escenario externo favorable que enfrenta la economía chilena. Por una parte, los términos de intercambio continúan positivos, con precios del cobre mayores que los esperados, compensando los persistentemente elevados precios del petróleo. Las condiciones financieras internacionales siguen altamente favorables, mientras la marcada depreciación registrada por el dólar en los últimos meses de 2004, se ha revertido en parte.

Las proyecciones de crecimiento mundial para este año y el próximo no muestran revisiones significativas. No obstante, por regiones se registran pequeños ajustes, básicamente por la incorporación de datos efectivos del último trimestre de 2004.

El crecimiento de Estados Unidos de América en el cuarto trimestre de 2004 fue algo más lento que lo anticipado (3,1% trimestre/trimestre anualizado), principalmente por la incidencia negativa del sector externo, pues el consumo privado continuó dinámico. Pese a ello, en el 2004 la economía se expandió dentro de lo previsto. Las perspectivas para el 2005 muestran un ajuste solo marginal, dando cuenta de los sólidos indicadores de coyuntura publicados en las últimas semanas. Entre estos destacan la producción industrial y el ingreso personal real. No obstante que las cifras de empleo fueron algo menores que lo anticipado por el mercado, su recuperación seguiría apoyando el consumo hacia el futuro. En la zona euro, a la debilidad de la demanda interna se ha venido sumando, aunque en menor medida, la desaceleración del sector externo, afectado por la apreciación del euro. Asimismo, indicadores de coyuntura, particularmente encuestas de confianza, no permiten prever una mejora sustancial en el panorama de la región. La economía japonesa sigue mostrando fragilidad en el consumo privado, a la que se continúa agregando un sector externo menos robusto, afectado por la apreciación del yen. No obstante, hacia el futuro, las encuestas de confianza empresarial y la evidencia de un sector corporativo más sólido, muestran señales positivas.

El precio del cobre ha continuado con tendencia al alza durante el último mes, registrando un promedio de US\$ 1,43 la libra en enero. Los factores detrás de esta trayectoria se relacionan con la fortaleza de las principales economías consumidoras, particularmente Estados Unidos de América y China. La primera ha registrado indicadores de coyuntura favorables en las últimas semanas, en particular del sector industrial, en tanto la segunda no mostró la desaceleración esperada al cuarto trimestre de 2004, creciendo 9,5% en el año. Además, se ha continuado observando una baja generalizada en los inventarios de las principales bolsas. Así, los altos precios actuales están aparentemente respaldados por fundamentos, toda vez que la participación de especuladores en el mercado es relativamente acotada. La alta demanda esperada para este año, en conjunto con una lenta respuesta de la oferta, mantiene la proyección del déficit para este año en torno a 200 mil toneladas métricas. Estos elementos justifican una corrección al alza en el precio proyectado. Agrega, que hacia el futuro, en la medida en que se verifiquen los aumentos de oferta esperados, el precio debería descender gradualmente hacia un promedio de US\$ 1,25 la libra, para el 2005 y US\$ 1,1 la libra, para el 2006.

El precio del petróleo ha mostrado un aumento importante en las últimas semanas, a causa de condiciones climáticas adversas en el hemisferio norte y la publicación de reportes de inventarios de crudo y de destilados para calefacción bajo lo esperado. Además, se ha visto afectado por problemas de abastecimiento en Noruega —debido a malas condiciones climáticas— y cortes de producción en Irak. Analistas atribuyen la mantención de una elevada prima por riesgo en el precio al proceso eleccionario del pasado 30 de enero en Irak. En tanto, el mercado de contratos futuros se mantiene plano para el mediano plazo, con precios por sobre US\$ 40 dólares el barril para este bienio. Si bien las proyecciones para el 2005 y el 2006 no se modifican, principalmente por las favorables expectativas para el mercado de la gasolina, la mantención de los actuales precios del crudo podría justificar revisiones al alza en sus proyecciones.

En las últimas semanas, los mercados financieros desarrollados han presentado algunos cambios respecto de las tendencias observadas hacia el cierre de 2004. El rendimiento del bono a diez años de Estados Unidos de América disminuyó a 4,08%, luego de la publicación del informe de empleo, mientras que en euros el rendimiento se ha mantenido estable, llegando a 3,56%. Por su parte, el dólar ha mostrado una reversión parcial de la depreciación observada en los últimos dos meses. Más recientemente, la apreciación del dólar se ha apoyado en comentarios de autoridades que restan importancia al déficit en cuenta corriente y en las intenciones del Gobierno de enfrentar el problema del déficit fiscal.

En dicho país la Reserva Federal ha continuado con aumentos graduales de su tasa de interés de política. Así, de acuerdo con lo anticipado, se incrementó la tasa de los fondos federales en 25 puntos base a principios de febrero, ubicándola en 2,5%. En línea con el lenguaje de incrementos medidos utilizado por la autoridad monetaria en su último comunicado, junto a señales de inflación contenida, el mercado incorpora expectativas de un aumento adicional de 25 puntos base en la próxima reunión del 22 de marzo de este año. En la zona euro, en tanto, los mercados no esperan que el inicio del proceso de normalización de tasas de interés se produzca antes del cuarto trimestre de 2005, en concordancia con la debilidad de la actividad y la inflación en torno al objetivo.

Las condiciones de financiamiento externo para economías emergentes se han mantenido muy favorables en el último mes. Además de la disminución de tasas de interés de largo plazo en mercados desarrollados, se han continuado observando descensos de los premios soberanos en las últimas semanas. En particular, en regiones como América Latina y Europa emergente, esta tendencia ha estado apoyada por el buen desempeño de sus economías. A su vez, las agencias clasificadoras de riesgo han seguido reflejando las mejores condiciones macroeconómicas y de conducción de política en dichas economías, a través de mejoras en su clasificación de deuda en moneda extranjera. Así, una vez más los premios soberanos alcanzan niveles históricamente bajos, favorecidos, además, por un auspicioso panorama de flujos de cartera a acciones y bonos.

Luego de la publicación del Informe de Política Monetaria, se observó un cambio solamente marginal en la estructura de tasas de interés de mercado. A su vez, las expectativas de inflación revirtieron la tendencia a la baja de los meses previos, mientras el crédito bancario continuó su tendencia creciente. Aunque la política monetaria sigue siendo ampliamente expansiva, en lo más reciente se ve una leve atenuación de esta expansividad en algunos indicadores, coherente con el aumento acumulado de la tasa de política monetaria.

Desde el cierre del Informe de Política Monetaria, las tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile se han comportado de modo disímil. Los bonos reajustables (Bonos Reajustables del Banco Central) cayeron entre 20 y 30 puntos base: 2,3% y 3,0% a cinco y diez años, respectivamente. Las tasas de interés de los bonos nominales (Bonos en Pesos) se mantuvieron relativamente estables, especialmente las de mayor plazo: 4,0%, 4,9% y 5,9%, a dos, cinco y diez años, respectivamente. Las tasas de interés de los PDBC-90, se ubican por sobre la tasa de política monetaria (3,0%), explicado, en parte, por la reversión de la fuerte demanda por reserva técnica de fines del año pasado.

La mayoría de las medidas de expectativas de inflación aumentaron en todos sus plazos. Comparadas con los niveles del cierre del Informe de Política Monetaria, la compensación inflacionaria implícita en los bonos nominales aumentó entre 20 y 30 puntos base según el plazo, ubicándose entre 2,1% y 2,9%. Las expectativas obtenidas de encuestas a las mesas de dinero anticipan inflaciones similares a las del último Informe de Política Monetaria: 2,3% y 2,6% a uno y dos años, respectivamente. La encuesta de expectativas del Banco Central de Chile de febrero muestra que a un año plazo, la inflación esperada es de 2,6% (-0,1 punto porcentual respecto del mes anterior) y a dos años plazo se mantiene en 3%.

La actual curva *forward* solo presenta diferencias en su tramo corto —donde las tasas aumentan marginalmente— respecto de lo anticipado en el Informe de Política Monetaria para el horizonte habitual de política. Así, se anticipa un aumento de 50 puntos base desde ahora a abril, con un total de 100 puntos base en los próximos seis meses y otros 70 puntos base en los siguientes seis. La encuesta de expectativas de febrero consideró un aumento algo más gradual para la tasa de política monetaria. Para esta reunión no se anticipa cambio en la tasa de política monetaria, con un aumento de 25 puntos base, a dos meses plazo y de otros 100 puntos base dentro de un año.

Durante enero, la tasa de crecimiento anual del M1A siguió dando cuenta de una desaceleración (23%). No obstante, los residuos de la demanda por M1A de largo plazo continúan siendo significativos. La tasa de crecimiento anual del M2A fue de 22%, mientras la del M7 se ubicó en 9,4%. Al descomponer la evolución de la tasa de variación anual de los distintos agregados, se observó: en primer lugar, una estabilización del crecimiento de los depósitos a plazo en valores algo por sobre 20%; en segundo lugar una continuación de la caída del incremento de las letras de crédito hipotecario y documentos del Banco Central de Chile: 7% y 12%, respectivamente, incidiendo en la evolución más moderada del M7. Las Administradoras de Fondos de Pensiones mantienen su preferencia por depósitos a plazo e instrumentos de renta variable sobre los de renta fija. A enero, todos los agregados presentan una notoria desaceleración de su velocidad respecto de los meses previos (entre 1% y 11%).

Señala, que datos provisorios para enero reafirman el marcado crecimiento de la deuda bancaria: 15% anual, el más alto desde fines de 1998. Por tipo de crédito, consumo y vivienda se mantuvieron tasas de crecimiento anual por sobre 20%, deteniendo la velocidad de desaceleración que se observó en meses previos. La tasa de interés promedio ponderada de los créditos de consumo se situó en 25,4% en enero, 160 puntos base más que el mes anterior. Esta variación se explica por la estacionalidad y el aumento reciente de la tasa de política monetaria. Las tasas de interés de las letras de crédito hipotecario en UF se sitúan en niveles similares a los de los meses anteriores: con duración de 5 a 6 años, clasificación AA y tasa una nominal entre 4% y 5%, promediaron 3,9% en enero, y las con tasa nominal entre 5% y 6% se ubicaron en 4,3%.

48.

La tasa de crecimiento anual de la deuda bancaria de empresas habría llegado a 11% durante enero, con una velocidad que se mantiene en niveles del orden de 8% desde mediados de 2004. El financiamiento bancario no tradicional continuó con importantes variaciones anuales: *factoring* 190% y *leasing* 25%. La tasa de interés promedio ponderada de los créditos comerciales fue de 8,2% en enero, 40 puntos base superior a la del mes anterior.

Desde la publicación del Informe de Política Monetaria, el IPSA registró movimiento de "U", cayendo hasta 1.710, para empinarse por sobre 1.800 en lo más reciente. Así, desde el Informe de Política Monetaria el IPSA varió 4,9% medido en pesos y 2,4% medido en dólares. En enero la evolución de la bolsa local respondió a los efectos de la restricción del gas natural, a los anuncios de adquisición del control de empresas y a la entrega de buenos resultados del cuarto trimestre de las empresas que cotizan en la bolsa. Esto se dio en un entorno de menor dinamismo en las bolsas de Estados Unidos de América, ya que el *Nasdaq* disminuyó 0,5% desde el Informe de Política Monetaria, mientras el *Dow Jones* aumentó 0,9%.

Desde el Informe de Política Monetaria a la fecha, el peso se ha depreciado 1,2% frente al dólar estadounidense, cotizándose en la actualidad entre \$ 575 y \$ 580 por dólar. Esta depreciación ha sido similar a la de las monedas europeas, pero contraria al movimiento de las monedas latinoamericanas. Así, comparada con canastas de monedas relevantes desde el punto de vista comercial, la depreciación del peso es algo mayor: 1,4% para el tipo de cambio multilateral y 1,5% para el tipo de cambio multilateral, excluyendo el dólar.

Dados los movimientos del tipo de cambio nominal, no es posible atribuirlos a cambios en paridades de tasas de interés o determinantes de largo plazo del tipo de cambio real.

En cuanto a las perspectivas para el tipo de cambio, la encuesta de expectativas de febrero señala que, a un año plazo el peso se depreciaría alrededor de 2,5% respecto de su nivel actual, valor que llega a 4% en dos años plazo.

El valor del tipo de cambio real estimado para enero (99,2), es muy similar al de diciembre y equivale a un aumento de 7,6% anual. Por su parte, el tipo de cambio multilateral-5 presentó una variación de 0,6% respecto de diciembre.

El crecimiento de la demanda interna en el cuarto trimestre de 2004 y en el año como un todo, se corrigió al alza respecto de lo estimado en el escenario base del Informe de Política Monetaria, principalmente como resultado de aumentos en la formación bruta de capital fijo (FBCF). En particular, la inversión fija considera importaciones de bienes de capital efectivas para diciembre mayores que las previstas.

Para el primer trimestre de 2005, se reduce el crecimiento estimado para la demanda interna, por una menor acumulación de existencias, que afecta negativamente el incremento del componente resto de la demanda interna, pese a que el crecimiento estimado del consumo privado aumenta.

En el último mes, las expectativas de los consumidores han continuado mejorando. En diciembre, las expectativas medidas por la Universidad de Chile aumentaron 9,3 puntos porcentuales, alcanzando su máximo histórico. Este aumento del optimismo se observó en todos los componentes del índice. Las expectativas medidas por el Índice de Percepción Económica de enero sobrepasaron los 50 puntos, lo que no se veía desde hace nueve meses. Entre los componentes del índice, destaca el alza de la percepción de la situación presente.

Durante el cuarto trimestre de 2004, la mayor parte de los indicadores parciales de consumo no varió la tendencia que mostraba al cierre del Informe de Política Monetaria, manteniéndose en altos niveles.



En el consumo durable destacan los niveles de las ventas de automóviles nuevos —15.200 unidades en diciembre—, las ventas minoristas de bienes durables y las importaciones de bienes durables excluidos automóviles.

En cuanto a las existencias, la información acumulada no modifica la percepción respecto que este componente no produciría un empuje adicional a la demanda agregada.

De acuerdo con el indicador mensual de confianza empresarial de enero, todos los sectores económicos acumulan existencias por sobre lo deseado, aunque en menor medida que en meses anteriores, con la excepción de la minería.

En enero, las expectativas empresariales medidas por el indicador mensual de confianza empresarial aumentaron respecto del mes anterior, alcanzando el segundo mayor valor en su historia. Aún cuando entre sectores el comportamiento fue disímil —construcción disminuyó—, todos ellos se encuentran en niveles considerados optimistas (más de 50). El incremento del indicador mensual de confianza empresarial se asocia principalmente con la industria, que aumentó luego de tres meses de caída. El sector comercio pasó a liderar el índice.

La formación bruta de capital fijo del cuarto trimestre de 2004 fue más dinámica que lo proyectado, gracias al comportamiento de maquinaria y equipos —41% de la formación bruta de capital fijo—. Lo anterior se explica por importaciones de bienes de capital efectivas a diciembre —95% de M&E— mayores que las previstas y que no muestran un decaimiento en su fuerte dinamismo. Para el primer trimestre de 2005, no se esperan cambios en el crecimiento proyectado para la inversión fija respecto del cierre del Informe de Política Monetaria. Destaca el componente de construcción y obras de ingeniería —51% de la formación bruta de capital fijo—, con un crecimiento importante respecto de trimestres anteriores.

Respecto del componente edificación de la inversión —32% de la formación bruta de capital fijo—, a fines de 2004 se observaron altos niveles de ventas de viviendas nuevas en el Gran Santiago, a pesar de una desaceleración en el cuarto trimestre.

En cuanto al componente de obras de ingeniería —27% de la inversión fija—, el catastro de inversión de la Corporación de Desarrollo Tecnológico de Bienes de Capital (Corporación de Bienes de Capital) de enero de 2005, mostró ajustes al alza en la inversión estimada para los años 2004, 2005, y 2006 en relación con los datos a octubre. Cabe señalar que el ajuste al alza respecto de los datos previos, se diferencia de modo importante con lo observado el período 1998-2004, en que regularmente las correcciones tenían signo negativo.

En noviembre, el balance presupuestario acumulado en doce meses del Gobierno Central llegó a 3,1% del PIB, explicado por un mayor crecimiento anual de los ingresos presupuestarios (25,5%), junto con un menor incremento anual de los gastos presupuestarios (4,6%). Entre los ingresos continúan destacando los tributarios (12,8%) y cobre bruto (1.150,1%), los cuales aportan 23,1 puntos porcentuales del crecimiento.

A noviembre, los ingresos y gastos continuaron por sobre el promedio de 2000-2003, con 102% y 88,6% de avance sobre lo presupuestado, respectivamente.

El cambio del supuesto para el precio del cobre, respecto del escenario base del Informe de Política Monetaria: US\$ 1,25 y 1,10 para el 2005 y 2006, implica que el balance global del Gobierno Central aumentaría en 0,2% y 0,25% del PIB, respectivamente.

4
D



Las exportaciones estimadas tanto para el último trimestre de 2004 como para el primero de 2005 se corrigen marginalmente respecto del Informe de Política Monetaria. En particular, se ajusta hacia la baja el crecimiento del quantum en el cuarto trimestre de 2004, y al alza en el primer trimestre de este año. Los precios de todas las categorías se ajustan al alza.

Entre las importaciones, destaca el mayor crecimiento esperado del quantum de las importaciones de bienes de capital para el último trimestre de 2004 y el primero de 2005, así como el menor incremento del volumen internado de bienes de consumo para el mismo período.

En enero, las exportaciones e importaciones alcanzaron a US\$ 2.969 y US\$ 2.317 millones, lo que representa crecimientos anuales de 36,8% y 27,9% para las ventas y compras al exterior, respectivamente. En ambos casos, destacan los altos valores alcanzados a pesar de una desaceleración del crecimiento respecto de meses previos tanto en precio —por la alta base de comparación— como en volumen.

Para febrero, se estima que las exportaciones e importaciones serían de US\$ 3.060 y US\$ 2.315 millones, con variaciones anuales de 37,8% y 48,8%, respectivamente.

La cuenta financiera a diciembre del 2004 registró un egreso neto de US\$ 1.334 millones, y de US\$ -1.525 millones excluidos los activos de reservas. Ello es producto de egresos netos de inversión de cartera (US\$ 3.213 millones), de otra inversión (US\$ 3.187 millones), y de derivados financieros (US\$ 84 millones), contrarrestados por ingresos netos de inversión directa (US\$ 4.959 millones). Destaca el nivel positivo de la cuenta financiera del segundo semestre del año, por una operación de inversión directa en el sector de telefonía —en el tercer trimestre— y de emisiones de bonos del sector bancario y de CODELCO, en el cuarto trimestre—. En el valor acumulado, cabe señalar el incremento de los activos netos por inversión de cartera de las AFP, los prepagos de deuda externa del sector privado y la reinversión de utilidades por parte de las empresas extranjeras, las que han recurrido principalmente a esta vía de financiamiento en lugar de traer aportes directos de capital.

Se estima que, el efecto sobre los términos de intercambio del mayor precio del cobre estimado para el 2005 y 2006 sería de entre 1 y 2 puntos porcentuales por año. Asimismo, el impacto en la cuenta corriente se prevé del orden de 0,3% del PIB por año.

En diciembre, el crecimiento anual de la actividad (7,7%) estuvo más de un punto porcentual por sobre lo anticipado. Destacaron, la industria y la minería con un crecimiento en torno a 10% anual.

En la industria, las ramas ligadas a la inversión —que abastecen a los principales proyectos industriales, mineros y viales— crecieron cerca de 14% anual. Las ramas exportadoras continuaron con su tendencia creciente aumentando cerca de 12% anual, en tanto las líneas que destinan la producción al mercado interno crecieron 7,4% anual.

En minería, se registró una mayor producción de Codelco debido a que se contabilizaron saldos de envíos y retornos. En comercio, los mejores resultados tanto en las ventas industriales como en las importaciones impulsaron la actividad de este sector. Por último, la actividad de la construcción continuó mostrando un marcado dinamismo. Indicadores como el Imacon y los despachos de materiales muestran un mayor crecimiento. El primero, aumentó cerca de 9% anual en diciembre del 2004, cerrando el año con una variación promedio de 6,6%. El segundo, registró cifras muy positivas hacia el cierre de 2004.



Con estos resultados, en el cuarto trimestre la actividad habría crecido 6,9% anual, explicado principalmente por los sectores de la minería, la industria y el comercio. Así, el crecimiento del PIB en el 2004 habría sido de 5,9%, una décima por sobre lo proyectado hace un mes.

Para el primer trimestre de este año, se estima que la actividad agregada crecería en torno a 6% anual. Cabe destacar que en el período se contabilizará un día hábil menos que el año anterior, lo que estaría mermando el crecimiento del primer trimestre en 0,2 punto porcentual. Los sectores de la industria y de la minería tendrían tasas de expansión menores a las de fines de 2004. Por una parte, la industria estaría comparándose con una base alta y, por otra, en la minería no se registrarán aumentos significativos de producción de cobre, según se desprende de los programas de producción entregados por las empresas del sector. En tanto, el comercio continuaría con su tendencia creciente observada en el trimestre anterior.

Según la información reportada por el Instituto Nacional de Estadísticas para el trimestre móvil finalizado en diciembre del 2004, el mercado laboral continuó con el mayor dinamismo iniciado en agosto. Destacan tanto la mayor creación de empleos como el incremento de la fuerza de trabajo.

El empleo nacional continuó con la tendencia creciente que exhibió en el último trimestre de 2004, alcanzando una tasa de crecimiento anual de 3,3%, equivalente a 116 mil puestos de trabajo. Destacó durante el segundo semestre de 2004 el crecimiento trimestre a trimestre del empleo, eliminada estacionalidad, que pasó de cifras del orden de 2% en la primera mitad de 2004 a valores del orden de 7% en la segunda mitad del año.

Por categoría ocupacional, se mantuvo la formalización de la ocupación de meses recientes, observándose un aumento en el empleo asalariado desestacionalizado.

Por sectores, cabe destacar la fuerte aceleración del empleo ligado a la construcción (que alcanzó una variación anual de 10,7%, esto es, 3,9 puntos porcentuales más que el trimestre móvil anterior) y las alzas de hasta dos puntos porcentuales en la variación en doce meses del empleo ligado a comercio y servicios. La ocupación industrial, si bien incrementó su variación anual, descontando estacionalidad se mantuvo en torno a 800 mil personas. La información de la Sociedad de Fomento Fabril corrobora este perfil estable.

La tasa de desempleo nacional se situó en 7,8% en el trimestre móvil terminado en diciembre (0,4 punto porcentual mayor que la de igual trimestre del año pasado). Eliminados factores estacionales llegó a 8,7%, continuando con la tendencia decreciente mostrada desde el trimestre móvil finalizado en octubre. La fuerza de trabajo, en tanto, creció 3,7% respecto del trimestre móvil equivalente de 2003.

Los resultados de diciembre de la encuesta de ocupación y desocupación de la Universidad de Chile para el Gran Santiago, confirmaron los antecedentes de la encuesta del Instituto Nacional de Estadísticas. Esto, constituye un incremento importante del empleo asalariado y la participación en la fuerza de trabajo. Asimismo, la tasa de desempleo se situó en niveles superiores, tanto respecto de un año atrás como desestacionalizados, producto del incremento en la participación. De hecho, la tasa de cesantía en términos desestacionalizados sólo tiene un leve incremento: 0,3 punto porcentual comparada con la cifra de septiembre.

En cuanto a las expectativas laborales para los próximos meses, la información reciente reafirma el carácter positivo de los últimos meses. La información tanto del indicador mensual de confianza empresarial, la encuesta de percepción y expectativas de la Universidad de Chile y el Índice de Percepción Económica muestran un mayor optimismo de empresarios y de hogares.

4. l.



Las vacantes de trabajo para enero aumentaron descontando efectos estacionales, luego de tres meses de descensos, esto pese a que en doce meses volvieron a descender.

En enero el IPC tuvo una variación mensual de -0,3%, cifra que fue de -0,1% para el IPCX y 0,1% para el IPCX1. Así, el incremento en doce meses del IPC llegó a 2,3%, mientras el del IPCX se situó en 1,8% y el de IPCX1 en 1,3%.

En enero predominaron las disminuciones de precios en los diversos grupos; las mayores bajas se registran en Vestuario (-0,8%), Transporte (-0,6%) y Alimentación (-0,6%). Por otra parte, mostraron disminuciones leves los grupos Otros (-0,2%), y Vivienda (-0,1%). No mostraron variación los grupos Equipamiento de la Vivienda, Salud, Educación y Recreación.

Respecto de la proyección incluida en el escenario base del Informe de Política Monetaria, la variación del IPC e IPCX resultaron 0,1 y 0,2 punto porcentual menor, mientras el IPCX1 tuvo una variación levemente superior a la proyectada. Las mayores sorpresas se atribuyen a Transporte y Vivienda, debido principalmente a la evolución del precio del petróleo y de las tarifas.

Descontados los efectos estacionales, el promedio móvil trimestral de la inflación anualizada aumentó para las medidas subyacentes. En el caso del IPCX1 se acerca a valores del orden de 2,5%.

Todas las medidas alternativas de inflación subyacente, esto es, el IPCX2 y las medias podadas del IPC, IPCX e IPCX1, presentaron trayectorias al alza, continuando con la tendencia de meses anteriores.

En cuanto al promedio móvil trimestral del IPCX1, tanto la mediana como la variación mensual, eliminando efectos estacionales, aumentan respecto del mes anterior.

En enero, se observó un aumento de los ítems que bajan de precio y de los que suben. Esto, fue en desmedro de los que no variaron su precio.

El índice de precios al productor (IPP) tuvo una variación anual de 16,1% (15,9% el mes anterior), sin embargo considerados los precios con correspondencia en el IPCX1, la variación se mantuvo en 1,3%.

Los márgenes de comercialización presentaron comportamientos disímiles en enero. Por una parte, los obtenidos de los productos con correspondencia en el IPCX1 e IPP se mantuvieron relativamente constantes respecto del mes anterior, con comportamientos disímiles de sus componentes: una mantención de los alimentos y una caída de los medicamentos. Por otra parte, los márgenes de los durables obtenidos del IPCX1 e Índice de Precios al por Mayor tuvieron un incremento en enero.

En diciembre, la tasa de crecimiento anual del costo de la mano de obra total se mantuvo constante en 3,2%, mientras que, excluyendo la minería, la electricidad, el gas y el agua (CMOX), la tasa de variación aumentó a 2,6% anual (2,4% el mes anterior).

En cuanto a los costos laborales unitarios, su tasa de crecimiento anual se mantuvo prácticamente constante. Por su parte, la tasa de variación anual del costo laboral unitario asalariado, sin electricidad, gas y agua, ni minería (costo laboral unitario asalariado medido sin electricidad, gas y agua ni minería), disminuyó marginalmente respecto de la del mes anterior, ubicándose en -0,6%.



En febrero, el IPC tendría una variación mensual de 0,2%, con lo que su tasa de variación en doce meses se situaría en 2,5%. El IPCX y el IPCX1 registrarían incrementos mensuales de -0,1% y 0,2%, respectivamente, correspondientes a variaciones anuales de 1,9% y 1,5%. En línea con la metodología adoptada desde diciembre, como base para las proyecciones se utiliza un promedio entre las proyecciones precio a precio y los resultados a partir de un vector autoregresivo. Las proyecciones para el IPCX1 no varían sustancialmente respecto de las incluidas en el escenario base del Informe de Política Monetaria, esperándose una inflación anual del IPCX1 de 1,9% para junio (igual valor que en el Informe de Política Monetaria).

Respecto de la reunión de Política Monetaria de enero, y en línea con los acontecimientos recientes, se modifica al alza el supuesto del tipo de cambio desde \$ 565 a \$ 580 por dólar. En el caso del petróleo *Brent*, los precios promedios estimados por trimestres no sufren cambios relevantes, aunque sí su trayectoria mes a mes. En cuanto a tarifas, dado el comportamiento del precio del diesel y del tipo de cambio, la baja de \$ 10 de la tarifa de la locomoción colectiva esperada en febrero se trasladaría al segundo trimestre. Además, se incluyen las modificaciones conocidas a los decretos tarifarios del sector eléctrico, que cambian sustancialmente el panorama previsto anteriormente. A fines de enero se anunció el reajuste definitivo del precio de nudo, con lo que por este concepto se introduce en febrero una variación de -1,7% respecto de enero (además del correspondiente efecto retroactivo). Esta variación es completamente distinta de la incluida en el escenario base previo (+5%) y que surgió de las declaraciones públicas realizadas por altas fuentes de la Comisión Nacional de Energía en octubre. Esto implica que los efectos sube/baja considerados se modifican de modo importante tanto en magnitud como en signo, aunque el efecto neto sobre la inflación a mediados de año es de menor magnitud (+/- 0,1 punto porcentual). También se espera que el descenso de los precios de distribución anunciado en noviembre (-4,4%) se oficialice a partir de mediados de febrero, afectando la inflación de marzo (a la baja) y de abril (al alza) por los ya conocidos ajustes baja/sube de estas tarifas.

Con todo, para mediados de año la inflación anual del IPC se ubicaría en 1,6%, valor idéntico al considerado en el escenario base del Informe de Política Monetaria. En cuanto al IPCX, su incremento anual sería de 2,0%, cifra menor en 0,1 punto porcentual a la considerada en el Informe de Política Monetaria, reflejo del cambio tarifario ya descrito.

El Presidente, señor Corbo, ofrece la palabra para comentarios respecto al diagnóstico presentado por el Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Pablo García.

En cuanto a la información entregada en esta reunión, sobre el escenario externo, interviene el Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic, para agregar un comentario adicional a las buenas noticias respecto a la economía americana, en el sentido que en ello han influido las declaraciones de las autoridades de ese país, principalmente del señor Greenspan, con lo que el mercado interpretó que el déficit de cuenta corriente no era tan grave como él mismo había sugerido en algunas reuniones previas y eso tuvo también un impacto en el dólar en las últimas semanas.

El presidente don Vittorio Corbo, consulta si hay algún otro comentario en relación al escenario externo.

En relación al mercado del petróleo, el señor Jadresic señala que el precio ha estado por sobre lo que se esperaba. Agrega que no es la proyección central del Banco, por el momento, pero puede presentarse la necesidad de revisar esas proyecciones, tal como se hizo con el precio del cobre.



El Presidente señor Corbo señala que las proyecciones del mercado del petróleo hay que seguir las observando, pero la economía internacional sigue un ritmo muy favorable.

Interviene el Consejero señor Jorge Desormeaux, para agregar que esta alza del petróleo que se produjo, probablemente, es distinta de ocasiones anteriores en que ha sido una noticia separada. Cree que ella es, antes que nada, un resultado endógeno de una economía mundial que se presenta muy sólida, y donde los riesgos geopolíticos algo se han atenuado.

El Presidente señor Corbo agrega, que es la demanda lo que se ha estado fortaleciendo, como lo señala el Consejero señor Desormeaux, especialmente después de la elección de Irak, que se esperaba que iba a ser una noticia importante, para efectos de riesgo.

El Vicepresidente señor José De Gregorio agrega, que el precio del petróleo tiene un componente de prima de riesgo muy grande, y que todavía sigue la incertidumbre.

El Gerente de División Internacional, señor Jadresic, en relación al comentario del Vicepresidente señor De Gregorio, expresa que hay distintos componentes que afectan el precio del petróleo. En primer término existe un componente de prima por riesgo que está presente y que probablemente se presentará por bastante más tiempo y a lo mejor nunca desaparecerá. Agrega que este componente se ha desplazado en el ciclo, especialmente los días previos a las elecciones de Irak, en que el precio del petróleo subió y probablemente, ello estuvo relacionado a la incertidumbre general existente, pero se tendió a normalizar y después se redujo. Asimismo, cree que un elemento importante en la evolución reciente del precio, sobre todo el último mes, tiene que ver con que el clima en el hemisferio norte que fue más severo de lo que se anticipaba y eso en un contexto de inventarios del petróleo estrechos, produjo un aumento. Es por ello que todavía cree conveniente esperar un poco más para analizar lo que sucedará.

Al respecto, el Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés, agrega que el precio del petróleo subió el último mes, bajó en los últimos días y ahora está casi igual que antes. Le parece que no hay grandes noticias después de esa normalización. El precio del cobre, en cambio, se encuentra más alto y que ambos son mayores que la tendencia a la baja que se esperaba.

Con respecto al tema de los mercados financieros, el Consejero don Jorge Desormeaux proporciona un comentario adicional a lo ya dicho en su exposición por el Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Pablo García, con respecto a la evolución de las tasas de interés y es el hecho que ha habido un par de meses con inflación negativa. Ello ha significado que los agentes no solamente han tenido mayor demanda, sino que también ha cambiado la composición de ésta, moviéndose hacia instrumentos en Unidades de Fomento, dejando de lado los instrumentos nominales, que tienen un mercado más pequeño, por lo tanto menos profundo, lo que se tradujo en que las tasas de éstos subieron, la compensación inflacionaria también lo hizo y cayó la tasa de los instrumentos nuevos.

En relación al mismo tema, el Gerente de División Estudios, señor Valdés agrega otra explicación adicional y es que las tasas en Estados Unidos de América presentaron una fuerte baja, casi 30 puntos base, desde el Informe de Política Monetaria hasta la fecha. Agrega que, no hay una explicación para tasas largas menores en el mundo. Contra eso, están los anuncios del Informe de Política Monetaria, de esta tendencia levemente más agresiva de normalización de tasas. Lo que hemos visto sí, es que hay una correlación bastante alta entre las tasas largas en Chile con las de Estados Unidos de América.



El Presidente don Vittorio Corbo consulta si hay algún otro comentario respecto a los mercados financieros.

El señor Valdés señala que agregaría solo un dato, que está en la minuta, pero no en la presentación y es que las tasas de interés de colocaciones han ido subiendo, especialmente las de consumo, pero eso se explica, plenamente, por estacionalidades que tienen estas tasas y por el cambio de la tasa de política monetaria.

El Consejero señor Manuel Marfán, efectúa un comentario respecto del tipo de cambio, en el sentido que, a su juicio, no existe ninguna razón específica para que presente estas fluctuaciones. Cree que siempre existen razones, pero a lo mejor no las conocemos. Agrega, que indagaría, a lo menos, en dos aspectos: el primero, la cantidad de dólares que debió convertir el Fisco para pagarle al Banco Central y, en segundo lugar, si estas fluctuaciones se deberían o no a operaciones particulares y específicas de gran magnitud que, a lo mejor, pudieran estar afectando el mercado.

El Vicepresidente, don José De Gregorio, en relación a la exposición relativa a actividad y mercado laboral, consulta si es posible afinar un poco más los datos de cómo va creciendo el empleo con el ciclo. Estima que sería útil para entender qué es lo que está pasando efectivamente en ese mercado y la evolución de la fuerza de trabajo, o sea la población en edad de trabajar.

En relación a lo anterior, el señor Gerente de Análisis Macroeconómico hace presente que la tasa de participación ha subido en torno a un punto porcentual en seis meses, lo cual es completamente inusual en el largo plazo. Agrega que han habido periodos de movimientos de esa magnitud tanto a la baja como al alza y, en esta ocasión, se aprecia un incremento bastante fuerte.

En cuanto a este mismo tema, el Consejero señor Manuel Marfán señala que sería bueno también contar la historia hacia atrás, porque entiende que, al menos, en el empleo en construcción y en industria, ninguno de los dos ha llegado todavía a los niveles históricos, lo que no se aprecia en los gráficos que se presentan.

Agrega el señor García que se puede hacer el cálculo que fue sugerido por el Consejero señor Marfán, de empleo sobre población económicamente activa, para controlar por los movimientos de la fuerza de trabajo y eso, todavía, está por debajo de los máximos de los años 96, 97 y 98.

Finalmente, el Vicepresidente señor José De Gregorio indica que simplemente lo que eso controla es el crecimiento de la población, y se supone que la fuerza de trabajo crecería lo mismo, por lo que ese nivel se encuentra todavía por debajo del máximo. Agrega que no ha habido suficiente creación de empleo para observar ese crecimiento de la población.

Con respecto al mismo tema, el Consejero señor Manuel Marfán hace presente que hay otra interpretación que, cree que para estos efectos, incluso hasta corregiría la discusión, que es la definición de fuerza de trabajo, porque ha habido una caída muy importante de la tasa de participación en el tramo de 15 a 19 años, y cree que es atribuible a la mayor escolaridad, puesto que es una edad en que no deberían importar tasas de desempleo altas. Señala que la caída de la tasa de participación de los hombres tiene relación con un problema etario. Lo mismo ocurre, con menos fuerza, con la tasa de participación de los mayores de 65 años, que también ha venido cayendo, lo que se asocia a un mejoramiento de pensiones. Cree que estos fenómenos son más estructurales y, por lo tanto, sería conveniente dejarlos para hacer un análisis de la coyuntura más consistente.

4



El Presidente, señor Corbo interviene señalando que éste es un tema que está pendiente. Agrega que en el plan de trabajo para este año, se considera revisar el comportamiento del mercado laboral.

Agrega el Vicepresidente señor De Gregorio, que habría que ser cuidadoso en decir que la creación de empleo, a pesar de la cifra de desempleo, no indica debilidad en el mercado laboral, pero si hay un 9% de la población que está buscando trabajo.

El Gerente de División Estudios, interviene acotando que existen holguras en el mercado de trabajo.

En relación a lo mismo, el Consejero señor Jorge Desormeaux señala, que otro aspecto que agregaría al comentario del Vicepresidente señor De Gregorio, es la preocupación de que la generación de empleo esté concentrada en un sector, la construcción, que genera trabajos de corto plazo, o sea, con un cambio en las condiciones o en las expectativas futuras, la generación de empleo puede detenerse bruscamente. En su opinión no se aprecia una generación de empleo across the board en todos los sectores.

El señor García señala que ese es un punto relevante. Agrega que cuando se habla de debilidad, se está pensando en el impacto que puede tener este nivel de desempleo en decisiones de consumo. En su opinión, no parece que ello sea un fenómeno que debiera preocuparnos ahora, como sí lo fue hace dos años atrás.

Interviene el Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic, expresando que para calificar el estado del mercado laboral ciertamente no solo hay que mirar el efecto del consumo sino que, en particular, del efecto salario, por ende, en los precios. En ese sentido las holguras pasan a ser un elemento importante.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García, hace mención a otro tema que también fue discutido ampliamente el año 2004, que es esta aparente heterogeneidad que resulta de ver la encuesta de la Universidad de Chile versus la encuesta del Instituto Nacional de Estadísticas. Los datos de la encuesta de la Universidad de Chile del mes de diciembre mostraron un comportamiento tan anómalo como el que mostró el Instituto Nacional de Estadísticas a mediados de año, entonces, si uno toma el año como un todo, ambas encuestas son bastante similares. El empleo por cuenta propia en el Gran Santiago, de acuerdo a la Universidad de Chile, presentó una caída muy significativa y muy brusca entre el mes de junio y el mes de diciembre, mientras que los asalariados, por el contrario, muestran un fuerte crecimiento. Y en segundo lugar, de manera muy paradójica, la encuesta de la Universidad de Chile mostró una tasa de desocupación bastante fuerte en el mes de diciembre respecto a mediados de año, y también producto de un fuerte crecimiento de la participación. Entonces, en este sentido, la encuesta de la Universidad de Chile del mes de diciembre estaría reflejando, con 6 meses de rezago, lo que ya mostraba el Instituto Nacional de Estadísticas con anterioridad. Y esto resulta sorpresivo debido a que de cierta manera el consenso que existe es que la Universidad de Chile tiende a adelantarse al Instituto Nacional de Estadísticas del orden de 6 meses, y hoy día estaríamos viendo algo que es completamente opuesto. Pero por lo menos, señala, parte de los puzzles que veíamos el año 2004 se han ido despejando y las diferentes fuentes de información en este sentido confirman un diagnóstico más o menos común.

El Presidente señor Vittorio Corbo, consulta si hay algún otro comentario respecto a la coyuntura de producción, demanda agregada, empleo, antes de pasar a la exposición sobre precios.

42.



El Ministro de Hacienda Subrogante, don Mario Marcel, hace presente, que desea agregar un par de comentarios sobre las cifras fiscales. Señala que en la mañana entregó las cifras de ejecución presupuestaria que arrojaron un superávit de 2,2% del producto en el 2004, que es algo superior a las que se habían proyectado, y que por sí solo equivale, prácticamente, en términos absolutos, a la suma de todos los déficit de los cuatro años anteriores. Ello resulta favorable, ya que corresponde a lo que es la dinámica atendido el ciclo económico y la regla de política. El ciclo económico se reflejó en los ingresos, los que crecieron en un 19,9%, lo cual en buena parte correspondió a ingresos del cobre. Los mayores ingresos del cobre respecto a lo que habían presupuestado, equivalen más o menos al 90% del superávit. Agrega también que los ingresos tributarios tuvieron un comportamiento bastante dinámico, crecieron 11%, con un crecimiento bien robusto del IVA que creció más de 13% real, que incluye todavía el aumento de la tasa, pero si la elimina se estaría en un crecimiento de 9%, o sea, todavía por sobre la demanda interna. Los pagos provisionales mensuales y la tributación de las mineras privadas alcanzó a 600 millones de dólares. Por el lado de los gastos señala que se obtuvo una cifra de crecimiento de 5,9%, donde la diferencia que tiene con el 4,6% que se había proyectado en las últimas cifras, más o menos la mitad corresponde a diferencial de inflación y alguna concentración de la ley reservada del cobre que se incluyeron en las cuentas consolidadas, pero sobre todo, lo que ocurre es que el crecimiento de los ingresos ajustados por el ciclo fue bastante alto, 7% real, lo que tiene que ver, principalmente, con el stock regulador de CODELCO, que se acumuló en el 2003, y se colocó en el mercado en el 2004. Ello hace que los ingresos ajustados por el ciclo, simplemente, por los diferenciales de precio, tengan un aumento. Ello, expresa el señor Marcel, dio la oportunidad, en el 2004, de absorber gastos que se habían postergado del año anterior, gastos extraordinarios que se fueron produciendo durante el año, como el tema del incremento de pensiones que se iba a efectuar por sobre lo que estaba presupuestado. Además, también, cree que es relevante el adelanto de algunos gastos originalmente programados para el 2005, como son aportes de capital al Metro, que se prefirió adelantarlo para el 2004 y algunas diferencias del sector público respecto a lo que se había estimado originalmente.

Menciona que con los recursos del superávit, básicamente, se ha estado prepagando deuda. Si se suma lo que se prepagó el 2004 y en enero de 2005 se obtienen prepagos por alrededor de dos mil millones de dólares, de los cuales más o menos 35% corresponden a créditos de organismos internacionales, poco más de 40% a deuda fiscal con el Banco Central de Chile, y el resto, a rescate de bonos públicos.

En consecuencia, señala que el año 2005 se ve bastante despejado desde el punto de vista fiscal, por lo cual, evidentemente las finanzas públicas durante el presente van a contribuir a estabilizar el comportamiento de la demanda.

En segundo lugar, el Ministro de Hacienda Subrogante, hace presente que quiere emitir su opinión sobre los temas de demanda interna. Le parece que los cambios que han habido en los escenarios del Informe de Política Monetaria, en general tienen que ver con el comportamiento de la inversión. Las cifras de las importaciones de bienes de capital, los indicadores de actividad de la construcción, demuestran claramente que lo que se presenta en actividad y demanda está asociado también, al mismo tiempo, a un crecimiento de la capacidad productiva y eso se refuerza con lo que se ha indicado respecto del comportamiento de la oferta de trabajo.

4



Estima, que no hay otra manera de interpretarlo que como holguras adicionales respecto a los escenarios con los que se ha trabajado en el pasado. Indica que en el caso de la oferta de trabajo existe un fenómeno de más largo plazo y quizás se tendrá que seguir monitoreando el empleo primario, definido como empleo de los hombres, porque la verdad es que el dinamismo que está mostrando la oferta de trabajo femenina es fuerte, poniéndonos en línea con estándares que se ven en otros países. Cree que es difícil pensar que con importaciones de bienes de capital, con indicadores de la construcción creciendo a tasas de dos dígitos, en algunos casos 40% o cifras de ese orden, más fuerza de trabajo creciendo entre 3% y 4%, le parece que ello demostraría que la capacidad productiva está ampliándose y que, por lo tanto, es el momento en que se pueden actualizar los cálculos de brecha entre producto efectivo y potencial.

El Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés, señala que quisiera consultar acerca de los fondos disponibles para prepago, y si ellos se utilizan para rescatar bonos soberanos en el mercado secundario. Consulta también si ello no tiene implicancia sobre los spreads que pueden estar algo sesgados a la baja por el propio escenario.

El Ministro de Hacienda Subrogante, responde que se han efectuado algunos rescates de bonos. De todo lo que se ha prepagado, estima que, aproximadamente un 15% deben ser rescates de bonos y ello ocurrió el año pasado, y que en el presente año no han habido operaciones de ese tipo.

El Presidente ofrece la palabra para comentarios sobre las proyecciones de inflación.

El Consejero señor Jorge Desormeaux indica que en relación a lo que se vio en el Informe de Política Monetaria, la conclusión central es que se han ido reduciendo los riesgos del escenario internacional y acrecentando el riesgo de ese escenario de mayor dinamismo de la demanda interna. Indica que ese informe sigue planteando que es un escenario alternativo, pero sin duda que la probabilidad de ese escenario ha ido creciendo y las consecuencias sobre la inflación son obvias.

Comenta la Consejera señora María Elena Ovalle, que le llamó la atención en la síntesis que presentó el señor Gerente de Análisis Macroeconómico, que empieza diciendo que el entorno macroeconómico ha sufrido varias modificaciones desde la divulgación del Informe de Política Monetaria, especialmente, en lo referido al mayor crecimiento efectivo del gasto y de la actividad. Sin embargo, menciona en otra parte, que en conjunto no se aprecia una mayor modificación sustancial en el cuadro macroeconómico, lo que constituye una contradicción. Cree que es problema de redacción que es importante corregir.

El otro aspecto que quiere señalar es que dentro del resumen, de las explicaciones de este mayor crecimiento de la expansión de las exportaciones y la inversión, no se menciona el efecto de la política monetaria expansiva y también, en parte, la política fiscal anticíclica que ya debería estar reflejándose en los impactos de la cifra que se tiene por casi tres años, desde mayo de 2002, con una tasa de política monetaria menor que 5%.

La Consejera señora Ovalle, consulta si existe alguna evidencia que sugiera que los rezagos con que actúa la política monetaria sean menores que en el pasado. Asimismo, sobre el crecimiento de los términos de intercambio en enero.

13.



El señor Pablo García responde, respecto a la minuta, que se adecuará la redacción de la misma. Agrega, que lo central es que no hay una modificación sustancial. Señala también, que el marco de proyecciones de mediano plazo en este informe no difiere del presentado en el mes de enero. Respecto a los rezagos con que opera la política monetaria, indica que la trayectoria de tasa ya estaba incorporada en la evaluación.

Sobre el mismo tema, el Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés, agrega que en la pregunta de la señora Consejera, sobre términos de intercambio, en la minuta se explica que con el nuevo precio del cobre que se está suponiendo, los términos de intercambio en los años 2005 y 2006 serían en torno a 1 ó 2 puntos porcentuales por sobre el escenario central del informe.

Interviene el Consejero señor Marfán y señala que si se suma esta reunión a varias otras que se han tenido antes, da la sensación de una especie de cambio de pendiente en la curva de Phillips, como que las proyecciones han estado con sorpresas a la baja en inflación y al alza en actividad. Insiste en un punto que hizo presente en otra reunión de política monetaria, en el sentido que tiene la impresión que el IPC estaría en el corto plazo más bien vinculado a la evolución del consumo que a la evolución de la actividad. Si la actividad está creciendo, porque están aumentando las exportaciones y los bienes de capital, no tiene por qué traducirse ello en un aumento de esos bienes, y el IPC lo que está mirando es un aumento en los bienes de consumo. Distinto es el caso del año 2005, donde se está proyectando por primera vez una expansión del consumo superior al producto. Le parece que es una relación que vale la pena estudiar a fondo, porque si bien es solo una hipótesis, podría eventualmente tener efectos que es mejor prevenir que tener que corregirlos en el futuro.

Nuevamente el señor Ministro de Hacienda Subrogante, don Mario Marcel, interviene para enfatizar que la manera en que se interpreta este escenario de mayor crecimiento no puede ser neutral a la composición del crecimiento. Estima que la relación algo más débil entre crecimiento e inflación tiene que ver con la estructura del crecimiento que se ve reflejada en el comportamiento que se observa en los precios.

En relación a lo mismo, el Vicepresidente señor José De Gregorio hace presente que quiere sumarme a ese comentario. Señala que le parece relevante distinguir dos cosas: la primera, en el largo plazo, el estado estacionario del modelo. No cabe duda que los coeficientes son más o menos estables, pero cree que en la dinámica de corto plazo alguna implicancia debe tener por el mismo efecto que se mencionaba anteriormente de las brechas, si eso va más por inversión o consumo. Cree que este tema debe analizarse con mayor profundidad, para entender lo que está detrás y que puede ayudar a comprender también lo que ha pasado con la inflación.

Sobre el particular, el Gerente de División Estudios, menciona que ha habido varios comentarios respecto a las sorpresas que se han ido presentando, y que hay que dimensionar que las del PIB de los últimos cuatro meses son sustancialmente más importantes que lo ocurrido con la inflación.

Sobre el mismo tema, hace presente el Consejero señor Manuel Marfán, que en atención a que la regla de política del Banco es tratar de centrar la inflación en un rango de 12 a 24 meses, obviamente que en los modelos con que se proyectan, los órdenes de magnitud de las relaciones pasan a ser importantes.

En relación a lo planteado, el Presidente señor Vittorio Corbo, menciona que no existen dudas que quedan varias áreas en las cuales corresponde continuar investigando especialmente el mercado laboral, la dinámica de la pregunta del corto plazo entre inflación y brechas y, también la curva de Phillips.



El Presidente, señor Vittorio Corbo, suspende la Sesión a las 13:15 horas e informa que la misma se reanudará a las 16:00 horas.

Siendo las 16:10 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 74, con la participación de los mismos asistentes indicados en la comparecencia.

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

Al respecto, el señor Gerente de División señala que:

1. En la reunión de política monetaria de enero, el Consejo decidió aumentar la tasa de interés de política en 25 puntos base, a 2,5%. Con los antecedentes disponibles se concluyó que continuaban las principales tendencias identificadas en meses recientes: una inflación acotada, con medidas subyacentes que aumentaban lentamente desde niveles reducidos, y una actividad cada vez más dinámica. La disminución de holguras resultante recomendaba seguir normalizando la política monetaria, la que continuaba siendo considerablemente expansiva. La inflación acotada, por su parte, permitía que el ritmo de ajustes de la tasa de interés siguiera siendo pausado. El aumento de la tasa de política monetaria en la reunión anterior era coherente con aportar señales respecto de este ritmo de normalización.
2. La minuta de antecedentes preparada para esta reunión, da cuenta de que continúan las principales tendencias mencionadas, aunque con novedades que indican un mayor crecimiento. El entorno internacional relevante se mantiene favorable, con un precio del cobre que ha persistido en niveles superiores a US\$ 1,42 por libra, por encima de lo proyectado en la reunión anterior, y un precio del petróleo que también se mantiene elevado, aunque ha vuelto a los niveles observados antes de la reunión anterior. La actividad interna creció 7,7% en diciembre, aproximadamente un punto porcentual más que lo previsto hace un mes. La inversión en maquinaria y equipos sigue aumentando en la tendencia de los últimos meses, sorprendiendo al no dar muestras de atenuar su marcado dinamismo. Los indicadores de consumo se mantienen robustos, mientras se aprecia un aumento en las últimas mediciones de las expectativas de los hogares. En el mercado laboral se confirma la mayor creación de empleos, a una tasa anualizada cercana a 7% durante la segunda mitad de 2004.
3. Por el lado de precios y costos, las medidas de la tendencia inflacionaria siguen aumentando lentamente, con la inflación subyacente IPCX1 en línea con las proyecciones del último Informe de Política Monetaria. Asimismo, la tasa de crecimiento anual de los costos laborales unitarios privados se mantiene negativa, situación que, en todo caso, no se ha profundizado. Por su parte, el tipo de cambio bilateral y multilateral ha mostrado un leve aumento durante el último mes, el que se ha revertido parcialmente en los últimos días. Finalmente, las distintas medidas de expectativas de inflación han aumentado, ubicándose cerca de 3% las de mayor plazo, incluyendo la compensación inflacionaria en instrumentos financieros a cinco y diez años.
4. Con estos antecedentes, considerando el aumento de la tasa de interés de la reunión pasada, las opciones más plausibles son mantener la tasa de política monetaria o aumentarla en 25 puntos base.

48.



5. En principio, los antecedentes acumulados son coherentes con mantener la estrategia de normalización pausada de la política monetaria aplicada desde septiembre pasado, pues ellos parecen insuficientes para modificar de manera significativa el escenario macroeconómico más probable. Sin embargo, si el escenario alternativo de persistencia de las noticias positivas de actividad sigue cobrando importancia, se podría justificar aumentar levemente el ritmo de normalización, aumento que en todo caso podría seguir siendo gradual, en la medida que las presiones inflacionarias actuales se mantengan acotadas. Por lo tanto, las novedades permiten descartar la idea de reducir el ritmo de normalización porque, mientras la inflación siga un curso como el previsto, la situación de mayor crecimiento implicará un mayor uso de las holguras de capacidad que lo anticipado en las proyecciones.
6. Como se ha discutido en otras oportunidades, en esta estrategia de normalización pausada de la política monetaria tienen cabida tanto alzas sucesivas durante algunos meses como pausas en otros, siendo la acumulación de antecedentes mes a mes un elemento fundamental para definir el ritmo preciso. Así, luego de un mes en que se aumentó la tasa de política monetaria, en la estrategia de normalización pausada tienen cabida tanto la mantención de la tasa de política monetaria en esta reunión como un aumento de 25 puntos base.
7. La mayoría de los antecedentes coyunturales apoya un nuevo aumento de tasa de política monetaria en esta reunión. Como se ha visto, por el lado de la inflación efectiva hay relativamente pocas novedades, mientras que el mayor uso de las holguras de capacidad estaría progresando más rápidamente que lo previsto. A ello se suman mejores indicadores de expectativas de hogares y empresas. En este cuadro resulta recomendable continuar transitando hacia una política monetaria más neutral desde el actual nivel considerablemente expansivo, de manera de asegurar que, dados los rezagos que tiene dicha política, el estímulo monetario sea coherente con una inflación proyectada en 3% en el horizonte habitual de política de 12 a 24 meses.
8. Ahora bien, también sería posible justificar mantener la tasa de política monetaria en su nivel actual si se evaluara que detrás del mayor crecimiento existe una expansión especialmente vigorosa del producto potencial, comparable a la del producto efectivo —y, por lo tanto, un cierre de brechas menos pronunciado— y se ponderara más el reducido aumento de los costos laborales. Ambos efectos atenuarían las futuras presiones de precios. La validez de este cuadro, sin embargo, puede ser contrastada con el comportamiento de las medidas de la tendencia inflacionaria, las que deberían mostrar algún grado de estancamiento si las holguras efectivamente fuesen elevadas y persistentes. Aunque las medidas mencionadas siguen aumentando lentamente, todas ellas van en la misma dirección por alrededor de varios meses.
9. En la presente reunión, los elementos tácticos tienen mayor importancia que la habitual. Al respecto cabe considerar, que en los últimos meses la gradualidad del proceso de normalización se ha asociado con pausas en los cambios de la tasa de política monetaria mes por mes. Esta situación ha sido relativamente incorporada en la estructura de precios financieros prevaleciente y, en esta oportunidad, una mayoría relativa del mercado no espera un cambio en la tasa de política monetaria. En efecto, la encuesta a analistas del Banco Central de Chile reveló una expectativa mayoritaria de mantención de la tasa (aunque su fecha de cierre fue previa a la divulgación del Imacec), y las encuestas de los servicios informativos realizadas en el día de ayer también dan cuenta de una expectativa mayoritaria por la mantención de la misma. Un alza sucesiva rompería la secuencia descrita y, posiblemente, sería percibida como un leve aumento del ritmo de normalización.

He.



10. Lo anterior, sin embargo, tiene dos aspectos positivos. Por un lado, validaría el que las proyecciones realizadas en el Informe de Política Monetaria tienen implícito un ritmo de normalización de la política monetaria levemente mayor que el implícito en la estructura que prevalecía antes del cierre estadístico de dicho documento. Las novedades que se han acumulado apoyan dicha validación, al igual que la exigua reacción que tuvieron las tasas de mercado con ese anuncio. Por otro lado, en la medida en que este ritmo de normalización levemente mayor sea percibido por el mercado, disminuye el riesgo de que sea necesario hacer alzas menos pausadas en el futuro ya que, parte de la normalización del estímulo monetario emanaría de acomodos en las tasas de mediano y largo plazo (y de los efectos cambiarios asociados).
11. Finalmente, el señor Gerente de la División Estudios señala, que cabe mencionar que también existe el riesgo táctico de que una decisión de alza no sea bien comprendida y se confunda con un cambio de la estrategia gradual. Este riesgo, sin embargo, debería ser posible de abordar en el comunicado de prensa respectivo.

El Presidente, don Vittorio Corbo ofrece la palabra para comentarios.

El Gerente de Investigación Económica, señor Klaus Schmidt-Hebbel, manifiesta que con una intensidad algo más pronunciada que en un mes promedio, se han presentado novedades en dos áreas de relevancia para la política: los términos de intercambio y la actividad y el gasto doméstico. Ambas van en la misma dirección, al reforzar la probabilidad de realización del escenario de riesgo de un mayor crecimiento en los años 2005 y 2006.

Aunque una parte importante del mayor gasto es explicada por una mayor inversión, es altamente improbable el correspondiente ajuste hacia arriba en la trayectoria proyectada del producto efectivo. Es simplemente muy improbable, empíricamente, que la brecha del producto se comporte en forma anticíclica o que coincida un aumento del punto base de tendencia con una depresión cíclica. Respecto de la tasa de participación laboral, que está creciendo aceleradamente, tampoco se dispone aún de una descomposición de su aumento en sus componentes cíclico y estructural. Por todo lo anterior, los antecedentes disponibles hacen inferir que sea más probable que la brecha del producto se vaya cerrando durante los años 2005-2006 en forma más rápida de lo anticipado hace un mes.

Pero aunque esta aceleración en el cierre de brecha no se verificara, cabe recordar que el escenario base del Banco, reflejado en el Informe de Política Monetaria y en los antecedentes presentados esta mañana, que siguen siendo inalterados, conlleva a un cierre completo de la brecha del producto en el tercer trimestre de 2006, vale decir, en 18 meses más.

Consistente con dicha proyección, y con las proyecciones de inflación y del producto publicadas en el Informe de Política Monetaria, se proyecta una normalización de la tasa de política monetaria, llegando a 5,0% a fines de este año, en el cuarto trimestre de 2005, 6,6% en el cuarto trimestre de 2006, alcanzando una tasa de política monetaria neutral de 7,5% en el cuarto trimestre de 2007. Este ritmo de normalización de la tasa, subyacente en las proyecciones del Banco inalteradas hasta la fecha, requiere elevar la tasa de política monetaria, condicional a la información de enero de 2005, en un promedio de 25 puntos base cada mes hasta fines de este año, y en un promedio de 13 puntos base cada mes durante el año 2006.

4 e.
D



Lo anterior sugiere que la opción de 25 puntos base, condicional a la información enero pasado (sin considerar las sorpresas positivas de aumentos en términos de intercambio y en producto y gastos domésticos posteriores al Informe de Política Financiera), constituye la opción central para esta reunión, con opciones alternativas, por encima y por debajo de 25 puntos base, distribuidas en torno a dicho valor.

Considerando lo anterior, recomienda un aumento de la tasa de política monetaria en 25 puntos base en esta ocasión.

El Gerente General, señor Camilo Carrasco, señala que como consecuencia del intercambio de opiniones que se produjo en el mañana, le parece que es necesario reconocer que existe una cuota importante de desconocimiento respecto del comportamiento de algunas variables relevantes, que no se saben explicar o de las cuales no se tienen buenas explicaciones para su comportamiento, tales como el producto potencial, ciertos comportamientos en el mercado laboral, y el de las brechas. Estima que ello sería especialmente preocupante si se estuviera utilizando la política monetaria para hacer una sintonía fina, pero no es el caso actual. Estima que ahora no existe discusión respecto a la dirección que tendrán los cambios en la tasa de política monetaria durante los próximos meses y que a fines de año el mercado proyecta que estará entre unos 100 – 150 puntos base sobre la actual, por lo que la discusión hoy solamente podría estar en aspectos tácticos, de cómo aproximarse a esa cifra de la tasa de política monetaria más normalizada. La pregunta fundamental de esos aspectos tácticos, a su juicio, sería en esta ocasión, si se sorprenderá el mercado si el Banco Central sube la tasa durante dos meses consecutivos. Tal vez podría ser interpretado como un cambio significativo en la trayectoria de ritmo pausado que se ha anunciado. En su opinión hace dos o tres meses, habría sido importante no asustar al mercado con una señal que pudiera haber sido interpretada como una aceleración de ese ritmo pausado. Sin embargo, cree que en la actualidad esa situación ha cambiado, simplemente, porque están consolidadas las expectativas de un crecimiento fuerte, y en consecuencia no visualiza en este momento, riesgo alguno de efecto dañino sobre las expectativas de crecimiento si el Banco Central sube la tasa en 25 puntos base en dos meses consecutivos. Cree también que despejado ese riesgo de abortar la reactivación resulta conveniente aprovechar esta coyuntura para acercarnos un paso más a la normalización de la tasa que es algo en lo existe unanimidad. Por otro lado le parece que es una buena oportunidad para reforzar la idea de que el Banco Central de Chile hace política monetaria con un horizonte de mediano plazo y no en base al IPC del mes pasado y estima que de todas maneras, en algún momento, va a ser necesario romper esta especie de regla implícita de alzas de tasas de interés mes por medio. Por lo anterior, indica que su opinión es similar a la expuesta, como opción principal, por la Gerencia de División Estudios, vale decir, aumentar la tasa de política monetaria en 25 puntos base.

El señor Ministro de Hacienda Subrogante, don Mario Marcel, señala que a raíz de la discusión sostenida sobre el cuadro macro, el mayor ritmo de crecimiento se está apreciando en estos meses tiene que ver, especialmente, con el crecimiento de la inversión y tal como lo señaló en la mañana cree que no debiera preocupar un mayor crecimiento por sí mismo, sino cuales son los factores que se encuentran detrás del mismo y como ello incide sobre las presiones inflacionarias en el futuro. Agrega, que le parece que en estos momentos la clarividencia respecto de aumento en la capacidad instalada, por el aumento de la inversión en maquinarias y equipos; por el aumento de actividad en la construcción y también por lo que presenta el funcionamiento del mercado del trabajo, hacen pensar que existe un margen amplio de capacidad instalada ociosa. Indica también, que tiene la impresión de que la normalización, si bien es adecuada, podría ir a un ritmo más lento. En ese sentido habiendo una clara opción por una normalización pausada de la tasa, le parece que es igualmente consistente con esa normalización aumentar la tasa en 25 puntos base en esta oportunidad, o bien mantenerla.



El Presidente señor Corbo plantea, que debe considerarse que todo el mercado espera que la tasa tiene que normalizarse y, que una tasa tan baja correspondía a un momento en el cual había inflación.

El Vicepresidente señor De Gregorio, señala que quiere hacer dos observaciones, la primera, es que no existe duda que éste es un crecimiento muy intensivo en formación de capital y, que tiene un efecto retroalimentador para el producto potencial, que en las proyecciones nuestras podría estar creciendo a un ritmo de 5%, ello a fines del 2006, y en el mejor de los casos se podría suponer que eso se adelante para fines del 2005, pero se está creciendo al 7%, de manera que no existe duda que cualquiera sea la hipótesis inclusive la más favorable que efectuemos respecto de la respuesta del crecimiento de la productividad total, se aprecia que las brechas se están reduciendo más rápido. El segundo lugar le parece que el señor Ministro tiene razón en el sentido que es complicado comunicar el alza de tasa y más aún cuando la inflación es negativa, pero eso es lo que hace difícil el trabajo del Consejo del Banco Central de Chile, y por ello está provisto de autonomía para poder tomar estas decisiones.

El Presidente señor Vittorio Corbo, hace presente, que por las razones expuestas, es necesario ser muy cuidadoso con el comunicado que se emitirá.

El 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 señala que comparte la opinión de que las opciones analizadas en esta oportunidad son las de mantener, o elevar en 25 puntos base la tasa de política monetaria. Agrega que los principales elementos de sorpresa respecto de la reunión anterior se vinculan con un ritmo de crecimiento de la actividad y el gasto superior al previsto y mejores condiciones externas. La tendencia de las distintas medidas de inflación en tanto no difieren significativamente de lo anticipado. Señala que para justificar su voto en esta oportunidad desea referirse, brevemente, a tres argumentos que no son nuevos: Primero, en ocasiones anteriores ha argumentado que ante opciones equivalentes a las presentadas en esta reunión hay que sopesar el costo de equivocarse. En particular, cabe confrontar el costo de mantener la actual tasa de política monetaria si la opción acertada fuera la de aumentarla versus el costo de aumentar la tasa de política monetaria si la opción acertada fuera la de mantenerla, o como hemos bautizado también en otras oportunidades el riesgo tipo uno versus el riesgo tipo dos. A diferencia de otras ocasiones, sin embargo, en esta oportunidad la probabilidad de poner en riesgo el proceso de reactivación es muy bajo. Desde esta sola perspectiva, este tipo de argumento apuntaría en esta ocasión en la dirección de elevar la tasa de política monetaria. Segundo, y estrechamente relacionado con el argumento anterior, está la evaluación del nivel de la tasa de política monetaria. Cualquiera sea la percepción que se tenga de la tasa de interés neutral ésta se sitúa muy por sobre la del nivel actual de la tasa de política monetaria y por consiguiente, la política monetaria actual es muy expansiva. Dada la normalización de las brechas ligadas al ciclo económico corresponde, como hemos coincidido anteriormente, normalizar también la política monetaria acercando paulatinamente la tasa a su nivel neutral. Este segundo argumento también apunta en la dirección de elevar la tasa de política monetaria. En tercer lugar, cabe decidir cuál es la velocidad a la que debe normalizarse la tasa de política. Éstos son los aspectos tácticos a los que se ha hecho referencia en otras ocasiones. Precisamente para evitar una sobre reacción del mercado, en reuniones anteriores se decidió ir normalizando las tasas más calmadamente que lo aconsejado en las proyecciones de nuestros modelos. Estima el señor Consejero que esa decisión fue buena, en su oportunidad, pero tal como se indicó en el último Informe de Política Monetaria, el escenario



base del Banco considera una trayectoria esperada de tasa levemente más empinada que la implícita en los precios de los activos. Esto fue dicho y escrito en el Informe de Política Monetaria. A su juicio esa señal tiene que ser refrendada en esta oportunidad, a través de un aumento de la tasa de política monetaria, también por esa razón táctica, porque de lo contrario no se podría entender por qué se dijo una cosa en el Informe de Política Monetaria y ahora se estaría señalando algo diferente. Por lo tanto, a su parecer, los tres argumentos señalados apuntan, en esta oportunidad, en la dirección de optar por un aumento de 25 puntos base. Con todo, tal como advierte el documento referido a las opciones presentado por el señor Gerente de División Estudios, la redacción del comunicado debe ser especialmente cuidadosa en esta oportunidad. Ello en consideración a que el mercado está esperando mayoritariamente otra decisión. Piensa, que en esta ocasión correspondería efectuar alguna dosis de autocritica, en cuanto a que el mercado, en su opinión, no ha sabido interpretar correctamente nuestro mensaje o tal vez, nosotros no hemos sabido manifestarlo adecuadamente. A su juicio si se hubiese efectuado una lectura correcta del Informe de Política Monetaria, como se quiso escribir, no se habría presentado la duda que la decisión correcta era subir la tasa en esta ocasión.

Por consiguiente, por las razones expuestas, vota por elevar la tasa de política monetaria en 25 puntos base, de manera de situarla en 2,75%.

El Consejero señor Jorge Desormeaux, señala que la presentación de la Gerencia de División Estudios enfatiza, tal como lo acaba de señalar el Consejero señor Marfán, que la principal novedad que se presente desde la última reunión de política monetaria, que coincidió con la presentación del Informe de Política Monetaria del mes de enero, es el hecho que la actividad ha mostrado un crecimiento persistentemente más elevado que el considerado en el escenario central de ese Informe, pero incluso sin esta innovación el Informe de Política Monetaria de enero hacía presente que la trayectoria esperada de tasas de interés implícita en nuestro escenario central era más inclinada que la que se derivaba de los precios de los antiguos financieros, por lo tanto, indica, la interpretación acerca del significado concreto de nuestro mensaje de normalización pausada ha sido erróneo y, evidentemente, la señal que entregó el Informe de Política Monetaria en enero, haciendo ver que nuestras proyecciones suponen un ritmo ligeramente más rápido que el considerado por el mercado no fue bien entendida. En efecto, el mercado sigue apostando a una normalización que es inconsistente con el objetivo de alcanzar el centro del rango meta durante el horizonte de política, por lo tanto cree que la manera más eficaz de transmitir esa información, coincidiendo en esto también con quienes lo han precedido, es precisamente rompiendo con la costumbre de elevar la tasa de política monetaria en 25 puntos base mes por medio. Ello, en su opinión resulta conveniente en esta ocasión, además, por una segunda razón, el supuesto del Informe de Política Monetaria de enero de que el extraordinario crecimiento del segundo semestre y particularmente el cuarto trimestre sería una anomalía transitoria, parece cada vez menos realista, va aumentando la posibilidad de que en realidad el escenario central sea uno con un dinamismo mayor y una reducción de brechas más aceleradas de transformarse este dinamismo en parte del escenario central la trayectoria de la tasa de política monetaria a futuro debería revisarse hacia arriba. Por ello tiene mucha relevancia ajustar al alza la tasa de política monetaria en esta ocasión, porque ello reduce el riesgo de tener que abandonar la estrategia de normalización pausada seguida hasta ahora y, reemplazarla en el futuro por un ajuste mas abrupto. Sin embargo, para evitar que este movimiento sea considerado por el mercado como una interrupción del ajuste pausado de la tasa de política monetaria, le parece justo que también el comunicado enfatice que dicho enfoque sigue vigente. En consecuencia, manifiesta que vota a favor de un alza de tasa de 25 puntos base.

La Consejera, señora María Elena Ovalle, indica que tal como se desprende de la presentación de la Gerencia de División de Estudios, los últimos antecedentes ratifican la senda de clara expansión por la que transita la economía chilena. Esto ha generado que las perspectivas de crecimiento para el presente año, sean en su mayoría más auspiciosas que las estimadas hace un par de trimestres. Lo anterior, sin duda ha propiciado un clima de confianza



en la recuperación de la actividad, que debiera seguir estimulando al mercado laboral y la inversión. Por el lado de la inflación, el último registro del IPC fue negativo y las medidas subyacentes estuvieron algo bajo de lo proyectado en la reunión pasada. Pero, como bien señala que la Gerencia de División de Estudios, nuestras estimaciones preveen un aumento gradual de los indicadores inflacionarios en el horizonte habitual de política.

Estos antecedentes y sus determinantes, permiten suponer que la estrategia de aumentos moderados adoptada hace cinco meses ha sido apropiada, ya que ha permitido al mercado internalizar adecuadamente las sucesivas alzas de la tasa de política monetaria, sin generar grandes frustraciones en las distintas variables. Por ende, no cree que los hechos de este último mes ameriten modificar el ritmo de normalización de la instancia monetaria que hemos seguido hasta ahora. Consistente con esto, concuerda con que las opciones de mantener la tasa de política monetaria y la de un aumento acotado de 25 puntos base son las alternativas mas plausibles en esta reunión. En este sentido, las tendencias más claras siguen reforzando la idea que la economía ya no requiere un impulso monetario como el vigente en la actualidad. De esta forma, continúa siendo necesario el tránsito gradual de la tasa de política monetaria hacia un nivel más neutral que permita conciliar nuestro objetivo inflacionario con el panorama de crecimiento. Además, nuestras perspectivas de inflación de mediano plazo siguen asociadas al cierre de holguras en los distintos segmentos de la economía. A ello se suman las consideraciones tácticas que señala la Gerencia de División de Estudios que hacen también recomendable continuar con el retiro del impulso monetario vigente. Si bien una parte importante del mercado espera la mantención de la tasa de política monetaria en la reunión de hoy, una decisión en este sentido daría a entender que "Pausado" implicaría una dosis de 25 puntos base mes por medio, lo que no necesariamente es así. Por lo tanto, el alza reforzaría el argumento que más bien nos interesa la evolución de la economía desde una perspectiva más amplia. Considerando también los rezagos propios con que actúa la política monetaria, una medida precautoria como esta alza de 25 puntos base, nos deja en una instancia algo más cómoda que la actual, para seguir evaluando el impacto de este mayor crecimiento en los precios y costos. Esto también reduce la probabilidad de tener que reaccionar de forma más agresiva en el futuro.

Por lo tanto, considerando los argumentos que confirman las tendencias que hemos estado observando y que ameritan un ajuste de la tasa de política monetaria, sumado a que las bajas presiones provenientes de los costos permiten mantener la estrategia de retiro gradual de una política monetaria muy expansiva, es que considera una alza de la tasa de política monetaria de 25 puntos base como la alternativa más adecuada en la reunión de hoy. Finalmente, le gustaría señalar que debemos tener especial cuidado en la redacción del comunicado con el fin de que esta alza se entienda como coherente con nuestra visión de mediano plazo. Por consiguiente, señala que vota por un alza de la tasa de política monetaria en 25 puntos base.

El Vicepresidente señor De Gregorio, hace presente que, una vez más se encuentran enfrentados a la decisión de si deben subir la tasa de política monetaria, para continuar con la estrategia de normalización del impulso monetario o esperar un mes más. Para lo anterior, le parece que resulta útil revisar la coyuntura y los antecedentes que ha proporcionado la Gerencia de División de Estudios y analizar cómo ésta se podría estar desviando del escenario base. Agrega, que la inflación del mes de enero, aunque negativa, está en línea con lo proyectado y, con una tendencia subyacente, convergiendo gradualmente hacia el centro del rango meta, las noticias de reactividad han sido positivas y aumentan la probabilidad que el escenario de mayor dinamismo contemplado en el último Informe de Política Monetaria se materialice. Esto, en su opinión debería conducir a un aumento de la inflación aunque no en los meses siguientes, pero si dentro del horizonte de política. Estos desarrollos, estima, harían prudente subir la tasa de política monetaria en 25 puntos base.

4
De



Señala también, que es cierto que la evolución de los costos laborales y márgenes aún revelan holguras inflacionarias y que de persistir, probablemente, habría que tomar la velocidad de normalización de la tasa de política monetaria. Sin embargo, ese cree no es el mayor riesgo en esta oportunidad, en particular si se considera que la política monetaria es aún muy expansiva. El mayor riesgo, como se ha señalado en reuniones anteriores, es atrasarse en el ajuste, lo que requeriría de alzas más pronunciadas y más seguidas. Agrega, que es cierto que este mes y en los venideros se enfrenta un problema timing de la reducción del estímulo monetario. En primer lugar, estima, es importante señalar que la estrategia no es mecánica ni consiste en subir la tasa de política monetaria mes por medio. En segundo lugar, en el escenario base la normalización es algo menos pausada que la estimada por el mercado en su curva forward, por lo anterior, existen razones de carácter táctico que sugerirían subir la tasa en esta oportunidad. No obstante, un alza de la tasa de política monetaria podría inducir la percepción que estamos reaccionando a noticias de aceleración inflacionaria que el mercado no tiene, en especial cuando el mercado mayoritariamente no espera movimientos, lo que podría, a su vez, servir de base para proponer la mantención de la tasa de política monetaria. Como ya se mencionó, esto podría interpretarse como un cambio de la estrategia de normalización gradual, en particular en un mes en que el último registro puntual de IPC es negativo. En todo caso, en su opinión, estas consideraciones no le parecen un riesgo mayor, ya que, en primer lugar, no se subió la tasa en diciembre y sí en enero, lo que debe ser una señal suficientemente clara que nuestro objetivo inflacionario es respecto de un horizonte de entre 12 y 24 meses y por otra parte, cree que corresponde ser claro en nuestra comunicación con el mercado, en el sentido que no existe ninguna noticia inflacionaria particular a la que estamos reaccionando sino que es parte de una estrategia bien fundamentada en nuestro último Informe de Política Monetaria. Por lo tanto cree que el riesgo de una mala interpretación es menor y, en consecuencia, en su opinión, al igual que los señores Consejeros que lo precedieron, su voto es por subir la tasa de política monetaria en 25 puntos base.

El Presidente, señor Vittorio Corbo señala, que desde la reunión de Política Monetaria el crecimiento de la economía mundial ha seguido un curso muy similar al considerado en el Informe de Política Monetaria de enero, el precio del cobre se ha mantenido alto y la economía interna ha profundizado su ciclo expansivo, liderado por la inversión en maquinaria y equipos y las exportaciones. En paralelo, las velocidades de las medidas subyacentes de inflación se comienzan a acercar lentamente al centro del rango meta. En este contexto en que el ciclo expansivo se fortalece y, por ende, se reduce el período en que la brecha de capacidad tenderá a desaparecer, se refuerza la necesidad de tener una política monetaria menos expansiva y consistente con el objetivo de mantener la inflación en torno al centro del rango meta en un horizonte de 12 a 24 meses. Lo que corresponde en estas circunstancias es continuar con el proceso de aumento pausado de la tasa de política monetaria para llevarla gradualmente a un nivel más cercano a la tasa neutral. Esto es justamente lo que se requiere para mantener un marco de estabilidad que facilite un crecimiento económico alto y sostenido de la economía chilena. Por todo lo anterior, su voto también es por un aumento de 25 puntos base en la tasa de política monetaria.

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

74-01-050210 – Tasa de Política Monetaria.

Se acuerda aumentar la tasa de interés de política monetaria a 2,75% anual.

Siendo las 16.52 hrs. se retira de la Sala el señor Ministro Subrogante, señor Mario Marcell Cullell.



III. Comunicado

“ En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central resolvió, por unanimidad, aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base hasta 2,75% anual.

La información disponible a esta fecha muestra que el ritmo de crecimiento de la economía sigue siendo alto, ubicándose en diciembre incluso por encima de la previsto en el último *Informe de Política Monetaria*. Ello ocurre en un entorno internacional favorable, en que el precio del cobre se mantiene elevado, y bajo condiciones monetarias en Chile que siguen siendo marcadamente expansivas. La inversión ha seguido creciendo con vigor, el empleo y la fuerza de trabajo han aumentado a tasas elevadas por cinco meses, y las expectativas privadas son más auspiciosas.

Por su parte, la información de precios más reciente, incluyendo el IPC de enero, está en línea con el escenario de inflación acotada para el presente año considerado en el último *Informe de Política Monetaria*. Asimismo, las distintas mediciones de la tendencia inflacionaria actual han seguido aumentando gradualmente. Esto último, junto al progresivo cierre de las brechas de capacidad y el marcado estímulo monetario actual, hace recomendable aumentar la tasa de interés de política. Este ajuste es coherente con la estrategia de normalización pausada del impulso monetario, reduce el riesgo de ajustes abruptos en el futuro y refleja las buenas perspectivas de la economía nacional.

El Consejo estima que esta estrategia posibilita, en el escenario más probable, una trayectoria para la inflación en torno a 3% anual en el horizonte habitual de política de 12 a 24 meses, a pesar de que es previsible que la inflación en doce meses se ubique en niveles reducidos durante parte de 2005.”

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17.40 horas.

JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Vicepresidente

VITTORIO CORBO LIOI
Presidente

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Consejero

MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera

MANUEL MARPAN LEWIS
Consejero

MARIO MARCEL CULLELL
Ministro de Hacienda (S)

JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR
Ministro de Fe (S)



ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION DE POLITICA MONETARIA N° 75
Celebrada el 10 de marzo de 2005

En Santiago de Chile, a 10 de marzo 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:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;
Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldívar;
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;
Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera Barriga;
Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic Marinovic;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva;
Gerente de Información e Investigación Estadística, don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Comunicaciones, don Eduardo Arriagada Cardini; y
Secretario General, don Jorge Court Larenas.

Se encuentra también presente, especialmente invitada, la Asesora Macroeconómica del Ministerio de Hacienda, señora Bernardita Piedrabuena Keymer.

I. Fecha Sesión de Política Monetaria del mes de septiembre de 2005.

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de septiembre de 2005, para el día 8 de ese mes.

II. Exposición.

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

Durante el primer trimestre de este año se ha continuado desarrollando un escenario macroeconómico interno, a grandes rasgos coherente con el presentado en el Informe de Política Monetaria. Por un lado, la actividad económica y el empleo mantienen un ritmo de crecimiento sobre la tendencia, sin presentar una aceleración adicional como la observada en el segundo semestre del año pasado y los indicadores de confianza se mantienen positivos. La persistencia de la fuerte expansión de la formación bruta de capital en maquinaria y equipos es probablemente lo más sorpresivo de la coyuntura nacional. Por otro lado, la inflación subyacente y los salarios nominales siguen aumentando a un ritmo gradual, muy similar al previsto en el Informe de Política Monetaria de enero. La volatilidad en el ámbito de los precios se ha vinculado más bien a los movimientos de tarifas reguladas, con efectos de una sola vez o parcialmente transitorios sobre el nivel de precios.



Señala el señor Gerente, que aunque el escenario externo que enfrenta la economía chilena sigue siendo favorable, se aprecian ciertas tensiones en el curso que han tomado las distintas variables. El crecimiento económico en Estados Unidos de América se mantiene robusto, mientras que en Europa, y algo menos marcado en Japón, se ven señales de debilidad relativamente pronunciadas. El precio del cobre y el precio del petróleo han continuado aumentando, alcanzando valores significativamente superiores a los previstos, y que motivan una revisión hacia arriba del orden de 10% en toda la trayectoria esperada de estos precios hasta fines del 2006. Las expectativas de mercado respecto del ritmo de normalización en el corto plazo de la política monetaria en las principales zonas económicas han sufrido cambios menores, aunque las tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos de América han aumentado.

La paridad del dólar norteamericano frente a las principales monedas ha revertido una parte importante de la apreciación que mostró entre enero y mediados de febrero, motivada por expectativas menos complacientes sobre la persistencia del déficit en cuenta corriente. La paridad del peso con respecto del dólar ha continuado fluctuando sin una tendencia definida y sin que sea evidente atribuir estos movimientos a los cambios de paridades entre las principales monedas, tasas de interés o determinantes del tipo de cambio real de largo plazo. La desaceleración de los agregados monetarios y el incremento de las tasas de interés de consumo, entre otros antecedentes, siguen indicando que las condiciones financieras en Chile son ahora menos estimulantes que a mediados del año pasado. No obstante, el crédito a personas y empresas no muestra una desaceleración significativa, y las tasas reajustables de mediano y largo plazo han continuado cayendo. Algunos observadores han vinculado esto último a cambios en la oferta y demanda relativa por estos papeles.

El ritmo de expansión de la actividad económica en Chile se ubica en torno a 6%, lo que indica una leve desaceleración, dentro de los rangos esperados, con relación al segundo semestre del año pasado. La actividad industrial mostró una desaceleración en enero, pero no hay antecedentes para pensar que ello sea un fenómeno generalizado. Los diversos indicadores del mercado inmobiliario muestran un menor ritmo de actividad, mientras la minería presenta vaivenes propios de la volatilidad habitual de este sector. Por el lado de la demanda, lo más notorio es el boyante comportamiento de la formación bruta de capital en maquinaria, que no ha dado visos de temperarse, y que tendría que ralentizarse de forma bastante brusca para que se materializara el escenario del Informe de Política Monetaria para este año.

Agrega, que en el mercado laboral, en tanto, se siguen observando señales positivas, aunque con un incremento de la ocupación y de la fuerza de trabajo menos destacado que en el segundo semestre del 2004. El empleo asalariado sigue aumentando, las vacantes muestran más claramente un rebote después de su caída reciente, y la tasa de desocupación desestacionalizada sigue con una tendencia a la baja. De todos modos, el fuerte repunte que ha mostrado la participación sigue aportando la principal cuota de incertidumbre respecto de la evolución de este mercado en el corto plazo. Por otro lado, se aprecia el efecto del recorte de la jornada laboral en la distribución de horas trabajadas en la fuerza de trabajo.

La capacidad de la oferta agregada de acomodar los incrementos de la demanda sin generar presiones inflacionarias excesivas se ha seguido manifestando. El crecimiento de las remuneraciones nominales y la inflación subyacente siguen mostrando un suave incremento, dentro de los rangos coherentes con las proyecciones de corto plazo del Informe de Política Monetaria de enero. Los vaivenes en las tarifas de servicios públicos que han ocurrido y que podrían seguir ocurriendo en los próximos meses seguramente aportarán la mayor cuota de volatilidad a la inflación mensual.



Hacia el mediano plazo, la compensación inflacionaria implícita en los precios de activos financieros muestran un aumento en las expectativas de inflación, pero dentro de cifras coherentes con el centro del rango meta. Con relación a la política monetaria, se detecta un desplazamiento del orden de 25 puntos base en la trayectoria de la tasa de política monetaria implícita en la curva forward, con un movimiento similar en la expectativa de la tasa de política monetaria en la encuesta mensual para dentro de veinticuatro meses.

El señor Gerente destaca en su exposición que la economía chilena continúa enfrentado un escenario externo favorable. El precio del cobre alcanzó niveles sobre US\$ 1,50 por libra implicando términos de intercambio más favorables, que, no obstante, se vieron atenuados parcialmente por el alza del petróleo. Las condiciones financieras externas continúan favorables, no obstante el aumento las tasas de interés internacionales que fue contrapesado solo en parte por una reducción de los *spreads*.

Las proyecciones de crecimiento para este año y el próximo no muestran revisiones significativas. No obstante, por regiones hay leves ajustes, básicamente por datos efectivos del último trimestre del 2004. La proyección de crecimiento ponderado por socios comerciales aumenta en una décima respecto del mes anterior: 3,6% para este año y el siguiente, por expectativas más favorables para Estados Unidos de América, Asia Emergente y América Latina, y algo más débiles para Europa y Japón.

En Estados Unidos de América, los indicadores más recientes sustentan las correcciones al alza en las proyecciones de crecimiento para el año. Destaca la revisión al alza del PIB del cuarto trimestre del 2004 (3,8% t/t anualizado), indicadores que dan cuenta de la fortaleza del consumo y la inversión, y la recuperación del mercado laboral. En contraste, el panorama en la zona euro se ha debilitado. El crecimiento de 0,8% t/t anualizado en el cuarto trimestre del 2004 decepcionó, particularmente afectado por los pobres desempeños de Alemania e Italia. Este escenario se asocia a una apreciación de la moneda y una demanda interna que se mantiene débil, lo que se ha reflejado en un deterioro de los indicadores de confianza de consumidores y empresarios. En Japón las proyecciones de crecimiento se revisaron a la baja, debido a la fragilidad del consumo privado y a un sector externo menos dinámico. Sin embargo, la confianza empresarial se mantiene positiva, acompañada por una mayor fortaleza del sector corporativo y cifras recientes de producción industrial y ventas minoristas favorables.

Señala que el precio del petróleo mostró un incremento significativo hacia el cierre de febrero, situándose en torno a US\$ 50 el barril, luego de mantenerse estable en torno a US\$ 45 en las semanas previas. Ello se debió a condiciones climáticas adversas en países desarrollados, en un contexto en donde las existencias de petróleo de calefacción muestran niveles ajustados. A ello se suman revisiones al alza en las estimaciones de demanda para los próximos años, un recrudecimiento de la situación de Medio Oriente y problemas de distribución en países no OPEP (Rusia). De esta forma, se revisan al alza las proyecciones del precio para el 2005 y el 2006: US\$ 43 y US\$ 38 el barril, respectivamente.

El precio del cobre aumentó de modo significativo hacia fines de febrero, con cotizaciones por sobre US\$ 1,50 la libra. Este aumento se sustenta en la fortaleza de indicadores de actividad de las principales economías consumidoras, en particular en los sectores industrial y construcción, actividad que no se ha reflejado en anuncios de incrementos de producción. Se estima que los inventarios, tanto privados como en bolsa, continuarán reduciéndose, en un contexto donde el déficit de oferta estimado para el 2005 es de 200 mil toneladas métricas. De esta forma, se revisan al alza las proyecciones para el 2005 y el 2006: US\$ 1,32 y US\$ 1,14 por libra, respectivamente.



En línea con los indicadores de actividad e inflación publicados en las últimas semanas, los mercados financieros desarrollados han presentado un repunte en las tasas de interés de largo plazo. Así, el rendimiento del bono a diez años en Estados Unidos de América alcanzó a 4,40% a inicios de marzo. El rendimiento del bono a diez años en euros también aumentó (3,75%), siguiendo el comportamiento de las tasas en dólares. Por otro lado, el dólar muestra alguna depreciación, revirtiendo parte del fortalecimiento exhibido en enero pasado. Ello puede asociarse en parte al nerviosismo que generaron anuncios de bancos centrales de Asia, sobre su interés en invertir en monedas distintas del dólar en el mediano plazo, que refleja su persistente preocupación respecto del déficit en cuenta corriente de Estados Unidos de América.

En cuanto a la política monetaria, la Reserva Federal mantiene su política de aumentos graduales en la tasa de fondos federales. Así, el mercado espera incrementos de 25 puntos base en cada una de las próximas dos reuniones (marzo y mayo). Hacia la segunda mitad del año, el mercado ha incorporado una mayor rapidez en el proceso de normalización de tasas de interés, como respuesta al dinamismo exhibido por la actividad y algunos temores de mayores presiones inflacionarias. Estos anuncios apuntan a un compromiso más fuerte por parte de la Reserva Federal con una inflación baja, sugieren que la autoridad monetaria tendría menos espacio para postergar incrementos de tasas de interés. En la zona euro, en tanto, la debilidad de la actividad y una inflación en torno al objetivo, indican que el proceso de normalización de tasas de interés no se iniciaría antes del cuarto trimestre del 2005.

En los mercados emergentes, las condiciones de financiamiento se mantienen positivas. Pese al reciente aumento de las tasas de interés de largo plazo, se ha mantenido una tendencia a la baja en los premios soberanos. Ésta se ha reflejado en flujos asociados a inversión de cartera en estos mercados que se muestran favorables, junto con mejores perspectivas y clasificaciones de riesgo de estas economías. En línea con ello, la disposición de los agentes por invertir en estos mercados se ha mantenido positiva. Por otra parte, Argentina ha finalizado exitosamente el canje de deuda en mora, cuya aceptación superaría el 70%, constituyéndose en un importante paso en el proceso de normalización y ajuste de esta economía.

Las tasas de interés de los documentos reajustables del Banco Central de Chile (BCU) han continuado disminuyendo desde la reunión de febrero, hasta 2,1% y 2,7% a cinco y diez años, respectivamente. La trayectoria de estas tasas de interés se ha atribuido a la reducción del stock de instrumentos públicos de renta fija en UF y a las mayores expectativas de inflación.

Las tasas de interés de los bonos nominales (BCP) de mediano plazo (dos y cinco años) aumentaron: 4,4% y 5,1%, respectivamente, mientras que a diez años se han mantenido en 5,9%. Las tasas de interés de los PDBC, permanecieron por sobre la tasa de política monetaria (± 25 puntos base) incorporando la normalización esperada de la política monetaria.

Al igual que las tasas de interés de los documentos nominales, las expectativas de inflación han aumentado. La compensación inflacionaria implícita en los bonos nominales se ubica ± 30 puntos base por sobre los niveles prevalecientes la reunión anterior, situándose entre 2,5% y 3,1%. Las expectativas obtenidas de las encuestas a las mesas de dinero anticipan inflaciones de 2,5% y 2,7% a uno y dos años plazo, respectivamente (± 10 puntos base respecto de la anterior reunión). La encuesta de expectativas de marzo indica que a un año plazo la inflación esperada aumenta a 2,7% (+0,1pp) y a dos años se mantiene en 3%.



Las expectativas sobre la tasa de política monetaria, que se deducen de la curva *forward*, tuvieron un reordenamiento tras el alza de la tasa de política monetaria en febrero. De este modo, se estima que en el corto plazo la velocidad de incremento de la tasa de política monetaria será superior a la prevista, aumento que se compensa con un incremento más lento en el mediano plazo. Así, el mercado espera un aumento de la tasa de política monetaria de 60 puntos base a mayo, con un total de 100 puntos base en los próximos seis meses y de otros 70 puntos base en los seis meses siguientes. Comparada con las expectativas vigentes para la reunión de febrero, la trayectoria de la curva actual da cuenta de un incremento mayor a diciembre de este año (4,0% en febrero comparado con 4,2% en marzo) y a diciembre del 2006 (5,1% en febrero comparado con 5,3% en marzo). La encuesta de expectativas de marzo considera un aumento algo menor para la tasa de política monetaria. Para la reunión de marzo no se anticipa cambio en la tasa de política monetaria, mientras que a dos meses plazo se espera un aumento de 25 puntos base, llegando a 3,75% para fines de año.

En febrero, los agregados monetarios mostraron estabilidad en sus tasas de crecimiento anual: 23% para el M1A, 22% para el M2A y 10% para el M7. Por componentes se observó una compensación entre el aumento del incremento anual de los depósitos a plazo (22%) y la caída de las letras de crédito hipotecario (-8%) y de los documentos del Banco Central de Chile (-12%). Esto fue reflejo de la cartera de inversiones de las AFP, que además aumentaron sus inversiones en activos del exterior. A febrero, los agregados menos amplios presentan un leve rebote de su velocidad.

De acuerdo con lo indicado por el señor Gerente, los datos provisorios de febrero indican que la deuda bancaria creció, por segundo mes consecutivo, en torno a 15% anual. Los créditos a personas mantienen tasas de crecimiento anual del orden de 22%, con lo que su velocidad se incrementa respecto de enero. Los resultados de la encuesta de crédito bancario del Banco Central de Chile de febrero señalan, por el lado de la oferta que enfrentaron los hogares, un escenario en que las condiciones de crédito fueron menos restrictivas respecto del trimestre anterior —por la competencia bancaria más agresiva en este mercado—. Por el lado de la demanda, se apreció un fortalecimiento debido al interés de las personas por seguir sustituyendo el financiamiento con otras fuentes, junto con mejores condiciones de ingreso de los tomadores de crédito. La tasa de interés promedio ponderada de los créditos de consumo se situó en 26,8% en febrero, 140 puntos base más que en enero. Las tasas de interés de las letras de crédito hipotecario en UF presentaron evoluciones mixtas dependiendo de la tasa de emisión. Aquéllas con duración de 5 a 6 años, clasificación AA y tasa nominal entre 4% y 5%, promediaron 3,7% en febrero, cifra inferior a la de los meses previos, mientras las con tasa nominal entre 5% y 6% al promediar 4,5% confirman una trayectoria creciente.

La tasa de crecimiento anual de la deuda bancaria de las empresas habría alcanzado a 12% en febrero, con una aceleración respecto de los meses previos, la que obedeció al incremento de los créditos de comercio exterior. La tasa de interés promedio ponderada de los créditos comerciales fue 8,8% en febrero, 60 puntos base por sobre el nivel del mes anterior. Las tasas *prime* para estas operaciones se han movido conforme a los aumentos de la tasa de política monetaria, aunque con algún rezago. De acuerdo con la encuesta del Banco Central de Chile, sobre el crédito bancario la oferta de crédito destinado a las empresas continuaría expandiéndose. Ello se refleja en un mayor tamaño de las líneas de crédito y en la extensión de los plazos de los créditos otorgados. También existe una percepción de mayor dinamismo en la demanda de las empresas por créditos, la que es atribuida a mayores necesidades de capital de trabajo y al desarrollo de nuevos proyectos inmobiliarios.



Desde la última reunión, el IPSA registró importantes incrementos, alcanzando niveles superiores a 1.900. Ello significa que desde ese momento a la fecha, el IPSA aumentó 5,7% medido en pesos y 3,3% en dólares. La evolución de la bolsa local se vinculó a la entrega de los resultados del cuarto trimestre del 2004 por parte de las empresas que reportan FECU y al buen desempeño de las acciones del sector eléctrico y *commodities*.

Coherentemente con la estacionalidad propia de las transacciones en los meses de verano, los volúmenes transados durante febrero alcanzaron a \$ 24.800 millones diarios en promedio, monto inferior en 40% al de enero. No obstante, comparados con igual mes del año pasado, se observa un aumento de 17%.

Las bolsas de Estados Unidos de América se vieron afectadas negativamente, luego de que el presidente de la Reserva Federal insinuara que las alzas de las tasas de interés podrían ser mayores que las esperadas. No obstante, en los últimos días, conforme con los buenos indicadores económicos dados a conocer, lograron revertir los malos resultados, creciendo 1,3% el *Nasdaq* y 1,7% el *Dow Jones*, desde la reunión de febrero a la fecha.

En cuanto al tipo de cambio, el señor Gerente señala que desde comienzos de año, se ha caracterizado por no tener una tendencia definida, lo que no se puede vincular a la evolución del diferencial de tasas de interés ni a los determinantes del tipo de cambio real de largo plazo. Así, desde la última reunión a la fecha el peso presentó movimientos mixtos, cotizándose actualmente algo por sobre \$ 585 por dólar. La evolución estuvo marcada por una apreciación durante gran parte del período, que fue más que compensada en los primeros días de marzo. Con ello la variación del peso respecto del dólar fue de 1,4%.

Agrega que el movimiento del peso se vio influenciado, en lo más reciente, por el fortalecimiento del dólar en los mercados internacionales y la depreciación de las monedas latinoamericanas. Con todo, el peso presentó una ligera depreciación frente a una canasta de monedas: 2,1% y 2,6% para el TCM y el TCM-5. Si se extrae la zona dólar de la canasta, la variación alcanza a 2,5%.

En cuanto a las perspectivas para el tipo de cambio, los resultados de la encuesta de expectativas de marzo señalan que a un año plazo el peso se depreciaría del orden de 0,6% respecto de su nivel actual, valor que llega a 3,2% en dos años plazo.

El TCR de febrero se situó en torno a 99, lo que significa una variación nula respecto de enero. Por su parte, el TCR-5 disminuyó 0,4%. El valor del tipo de cambio real estimado para marzo se ubica en 101,3, valor ligeramente superior al de los últimos tres meses (± 99).

El diferencial entre tasas de interés nominales internas y externas disminuyó 16 puntos base, movimiento que solo fue coherente con la evolución más reciente del peso. Por su parte, el diferencial de tasas reales disminuyó 23 puntos base.

El señor Gerente indica que, de acuerdo con los antecedentes disponibles relativos a la actualización de cifras de Cuentas Nacionales, se estima que el incremento del PIB que los años 2003 y 2004 llegó a 3,7% y 6,1%, respectivamente.

Para el primer cuarto del 2005, se estima un crecimiento del gasto interno superior al del trimestre anterior, generado principalmente por un mayor consumo privado y acumulación de existencias, en particular, en la minería.



Para los volúmenes exportados en el primer trimestre del 2005 se espera una desaceleración respecto de los últimos trimestres, en especial por el menor dinamismo de los envíos mineros. Esto último, ligado a problemas administrativos en la contabilización de los envíos. Los quantum importados, en el agregado, mostrarían un crecimiento levemente inferior al del período anterior, explicado por las internaciones de bienes intermedios.

La masa salarial aumentó 2,4% en diciembre —incremento explicado por el dinamismo del empleo—, revirtiendo en parte la caída del trimestre anterior. En febrero, las expectativas de los consumidores se mantuvieron estables respecto del mes anterior (52,8 según el Índice de Percepción Económica de Adimark), manteniéndose por segundo mes consecutivo por sobre el rango considerado optimista.

Los indicadores parciales de consumo de febrero —en sus componentes durable y no durable— continúan con la tendencia de los últimos meses del 2004, con una menor aceleración respecto de meses previos, pero todavía con altos niveles de crecimiento para todos sus componentes.

En cuanto a las existencias, la información conocida de la encuesta de inventarios del Banco Central, con datos a diciembre, mostró una desacumulación en comercio que no fue compensada con la acumulación registrada en industria y minería. Para el primer trimestre del 2005, y a causa de la importante reducción del volumen minero exportado sin una contrapartida en menor producción, se espera una acumulación de inventarios, con la cual la relación de existencias a PIB aumentaría de 0,5 a 1,1%.

De acuerdo con el Indicador Mensual de Confianza Empresarial de febrero, todos los sectores económicos acumulan existencias por sobre lo deseado. En particular, el comercio alcanza un valor máximo, la industria aumenta levemente y la minería permanece estable. Lo anterior se da en un marco de expectativas optimistas en todos los sectores respecto de la situación general del negocio.

En febrero, las expectativas empresariales medidas por el Indicador Mensual de Confianza Empresarial mejoraron desde el mes anterior. Aún cuando entre sectores el comportamiento fue disímil —construcción y comercio disminuyeron—, todos se encuentran en niveles considerados optimistas (más de 50). El aumento del Indicador Mensual de Confianza Empresarial se asocia principalmente con la minería —por mejores perspectivas de precios y producción—, que luego de cuatro meses vuelve a retomar el liderazgo del índice.

Las proyecciones para la formación bruta de capital fijo del primer trimestre del 2005 se corrigieron al alza por el mayor aumento del componente de maquinarias y equipos —41% de la formación bruta de capital fijo—, lo que es coherente con las mayores internaciones de bienes de capital —95% de maquinaria y equipos— de los primeros meses del año. Por otro lado, continúa destacando el crecimiento del componente construcción y obras de ingeniería —51% de la formación bruta de capital fijo— respecto de trimestres anteriores.

En diciembre, el balance presupuestario acumulado en doce meses del Gobierno Central llegó a 2,5% del PIB, explicado por un menor crecimiento de los ingresos presupuestarios (18,4%), junto con un mayor incremento de los gastos presupuestarios respecto del mes anterior (3,6%). Señala que entre los ingresos siguen destacando los tributarios (11%) y cobre bruto (462%), que aportan 19,5 puntos porcentuales del crecimiento. La inversión pública aumentó levemente su crecimiento en relación con noviembre (7,9%), por el mayor crecimiento de las transferencias de capital.

Destaca un mayor incremento real de los gastos presupuestarios, aún cuando se dio cumplimiento al superávit estructural, producto de la baja inflación respecto de la presupuestada (1,1% efectiva *versus* 1,7% proyectada).



Por último, el balance global del Gobierno Central alcanzó un superávit de 2,2% del PIB en el 2004, compatible con la meta de superávit estructural de 1% del PIB y sustancialmente mayor a lo considerado en la Ley de Presupuestos para el año (0,1% del PIB). El superávit global alcanzado se explica por el mejor entorno internacional —reflejado en un alto precio del cobre y bajas tasas de interés internacionales— y las buenas condiciones internas, que generaron un importante incremento del ingreso del sector público, todo lo cual se mantuvo en un contexto de cumplimiento de la regla fiscal.

Para el cuarto trimestre del 2004, las exportaciones e importaciones cerraron sin cambios respecto de lo esperado (US\$ 8.700 y US\$ 7.110 millones, respectivamente).

Para el primer trimestre del 2005, el volumen exportado se ajusta a la baja para todos los sectores, destacando el menor crecimiento de los envíos de cobre, el cual no fue compensado por mayores precios. Las menores exportaciones de cobre se dan en un contexto de producción dinámica, pero con problemas de registro contable, el cual hace estimar que este efecto es puntual.

Para el primer cuarto del año, se mantienen las proyecciones del quantum importado a nivel agregado, ello por cuanto el mayor dinamismo esperado para las internaciones de bienes de capital compensa los menores incrementos de las internaciones de bienes intermedios y de consumo.

En febrero, las exportaciones e importaciones alcanzaron a US\$ 2.566 y US\$ 2.168 millones, lo que representa crecimientos anuales de 15,1% y 39,3% para las ventas y compras al exterior, respectivamente. En ambos casos, continúan destacando los altos valores alcanzados.

Para marzo, en tanto, se estima exportaciones e importaciones de US\$ 3.525 y US\$ 2.360 millones, reflejando variaciones anuales de 17% y 16%, respectivamente.

La cuenta corriente de la balanza de pagos cerró el 2004 con un saldo positivo de US\$ 1.390 millones, lo que representó 1,5% del PIB. Este resultado se explicó por un superávit de las cuentas de bienes y de transferencias —que alcanzó a US\$ 8.440 y US\$ 1.050 millones, respectivamente— y un déficit en la cuenta de renta — US\$ 8.100 millones—.

En enero del 2005 la cuenta de capital y financiera registró un egreso neto de US\$ 139 millones, y de -US\$ 404 millones si se excluyen los activos de reservas. Este resultado fue producto de flujos netos positivos de inversión directa (US\$ 376 millones), y de instrumentos financieros derivados (US\$ 83 millones) los que fueron superados por egresos netos de otra inversión (US\$ 603 millones), y de inversión de cartera (US\$ 260 millones). Destaca el nivel negativo de la cuenta Otra Inversión —la cual determinó el resultado de la cuenta financiera en el primer mes del año—, cuyo resultado se obtuvo por aumentos de activos y por disminución de pasivos. Señala el señor Gerente que en los activos tiene particular importancia el ítem moneda y depósito y en los pasivos los préstamos. En relación con la cuenta financiera por sectores, destaca el flujo negativo de los bancos (US\$ 877 millones) tanto en moneda y depósito y en menor medida en préstamos, contrarrestado en parte por flujos positivos de empresas y personas (US\$ 575 millones) por concepto de inversión directa y de otra inversión.

En enero, la tasa de crecimiento de la actividad llegó a 6,2%, en línea con el escenario base contenido en el Informe de Política Monetaria de enero. La menor tasa de expansión anual respecto de meses previos se explicó en parte por el menor crecimiento del sector industrial y por la estructura del calendario (0,4 punto porcentual).

102



La actividad industrial creció a tasas inferiores a las de meses previos, sin que existan antecedentes que indiquen que se trata de un fenómeno generalizado. En particular, el número de ramas industriales que anotan tasas de crecimiento anual por sobre 5% no sufrió cambios relevantes respecto de meses anteriores. Al mismo tiempo, el análisis de la distribución del crecimiento de las distintas ramas de la industria muestra que el número de ellas con caídas superiores a 10% es anormalmente alto, sin que se aprecie un cambio significativo en el resto de la distribución. Por lo demás, la irregularidad en las cifras de enero y febrero es mayor que la de otros meses del año, debido al efecto que tiene el período en que las empresas toman sus vacaciones.

Por sectores, la producción de las ramas asociadas al sector exportador creció 0,8% anual, resultado fuertemente influido por el desempeño de sectores específicos. Las ramas ligadas al consumo interno y la inversión tuvieron crecimientos anuales en torno a 6%.

En minería, el crecimiento anual de la producción de enero se redujo respecto de meses previos, aunque continuó a tasas por sobre la de la actividad agregada.

Para el primer trimestre de este año, se estima que la actividad agregada crecería en torno a 6% anual, cifra similar a la esperada en la reunión anterior. Cabe destacar que marzo del 2005 contabilizará un día hábil menos que igual mes del año anterior, lo que estaría mermando el crecimiento del primer trimestre en 0,2 punto porcentual. Los sectores de industria y minería tendrían tasas de expansión menores que las del trimestre anterior. Por una parte, la industria estaría comparándose con una base alta y, por otra, en la minería no se registrarán aumentos significativos de producción de cobre según se desprende de los programas de producción entregados por las empresas del sector. En tanto, el comercio continuaría con la tendencia creciente que muestra desde el trimestre anterior.

Según la información reportada por el Instituto Nacional de Estadísticas para el trimestre móvil finalizado en enero del 2005, el mercado laboral continuó dinámico. Destacan tanto la alta creación de empleos como el descenso generalizado de las medidas de desempleo, corregidas por estacionalidad.

El empleo nacional continuó con la tendencia creciente del último trimestre del 2004, alcanzando una tasa de crecimiento anual de 3,4%, equivalente a 194 mil puestos de trabajo en el trimestre móvil finalizado en enero, aunque con una menor velocidad de creación de empleos que en meses previos.

Por categoría ocupacional, se mantuvo la formalización de la ocupación de meses recientes, observándose un nuevo aumento en el empleo asalariado desestacionalizado. La mayoría de los puestos asalariados creados fueron en el sector de agricultura, caza y pesca, seguido por comercio y servicios sociales.

Por rama de actividad económica, el empleo ligado a la construcción, que si bien continúa creciendo a tasas altas en doce meses (9,1%), se mantuvo prácticamente inalterado en términos desestacionalizados respecto del trimestre móvil inmediatamente anterior. La ocupación industrial, por su parte, registró crecimiento nulo (-0,1%) en doce meses y un descenso respecto del trimestre móvil anterior, descontando efectos estacionales. El incremento de la ocupación total se ligó a los sectores de servicios.



La tasa de desempleo nacional se situó en 7,5% (0,1 punto porcentual mayor que la de igual trimestre del año pasado). Eliminados factores estacionales disminuyó a 8,6%. Cabe mencionar que esta dinámica descendente de la tasa de desempleo fue generalizada por género y composición etaria. La fuerza de trabajo, por su parte, creció nuevamente en torno a 3,6% anual respecto del período equivalente del 2004.

Las vacantes de trabajo para febrero, descontando estacionalidad, aumentaron por segundo mes consecutivo, con un crecimiento en doce meses de 2,7%.

La información del Instituto Nacional de Estadísticas sobre horas trabajadas, muestra que en el trimestre móvil finalizado en enero ya se aprecia un ajuste coherente con la aplicación de la ley de reducción de jornada. Para los trabajadores ocupados, la reducción de la proporción de personas en el tramo 46-50 horas, respecto del trimestre móvil finalizado en enero del 2004, fue de 14%, cifra que se incrementa a 19% si se considera solo a los trabajadores ocupados asalariados.

En cuanto a la inflación para el mes de febrero, el señor Gerente señaló que el IPC tuvo una variación mensual de -0,1%, cifra que fue de -0,3% para el IPCX y 0,2% para el IPCX1. Así, el incremento en doce meses del IPC llegó a 2,2%, mientras el del IPCX se situó en 1,7% y el de IPCX1 en 1,5%.

Explicó que la inflación del mes estuvo determinada de modo importante por el descenso de la tarifa eléctrica, que provocó una caída de 1,2% en el rubro vivienda. Este factor también fue el principal punto de diferencia respecto de la proyección incluida en el escenario base de la reunión anterior. Así, la variación del IPC y del IPCX resultó 0,3 y 0,2 punto porcentual menor, mientras la del IPCX1 —que no incluye tarifas— no tuvo diferencias con respecto a la proyectada. En el IPC también se sumaron diferencias en el rubro de transportes, debido a la evolución del precio del petróleo a lo largo del mes.

Descontados los efectos estacionales, el promedio móvil trimestral de la inflación anualizada disminuyó respecto de meses previos. En particular, en el caso del IPCX1, el valor de febrero se ubicó alrededor de 2%. En todo caso, estas cifras sufren cambios importantes ante la incorporación de nueva información, por lo que no se descarta que la agregación de datos modifique al alza este resultado.

Todas las medidas alternativas de inflación subyacente, esto es, el IPCX2 y las medias podadas de IPC, IPCX e IPCX1, continuaron con la gradual alza observada en meses anteriores.

En febrero se mantuvo el número de ítems que suben de precio, a la vez que los que se mantienen aumentaron en desmedro de los que bajan de precio.

El índice de precios al productor tuvo una variación anual de 15,2% (15,9% el mes anterior). Considerados los precios con correspondencia en el IPCX1, la variación anual aumentó a 2% (1,3% el mes anterior).

Los márgenes de comercialización presentaron comportamientos disímiles durante febrero, sin una tendencia evidente. Por una parte, los márgenes obtenidos de los productos con correspondencia en el IPCX1 y el índice de precios al productor aumentaron respecto del mes anterior. Esto con incrementos, aunque de distinta magnitud, de sus componentes. Por otra parte, los márgenes de los bienes durables obtenidos del IPCX1 y del Índice de Precios al por Mayor tuvieron un descenso en febrero.



En enero, la tasa de crecimiento anual del costo de la mano de obra total aumentó a 3,5%, mientras que, excluyendo minería y electricidad, gas y agua (costo de la mano de obra excluyendo minería y electricidad, gas y agua), la tasa de variación subió a 3,0% anual (2,6% el mes anterior).

En cuanto a los costos laborales unitarios, su tasa de crecimiento anual también aumentó, aunque se mantuvo en valores negativos. Por su parte, la tasa de variación anual del costo laboral unitario asalariado, sin electricidad, gas y agua ni minería creció respecto del mes anterior, ubicándose en 0,3%.

Respecto de la reunión de febrero, y en línea con los acontecimientos recientes, se modifica al alza el supuesto del tipo de cambio. En el caso del petróleo *Brent*, el cambio es de mayor magnitud, con precios para marzo que pasan desde un promedio de US\$ 40, la reunión anterior, a uno cercano a US\$ 49, en esta oportunidad. Para el segundo trimestre, el supuesto también se corrige al alza: desde US\$ 40 a US\$ 44, en promedio. Se debe notar que este último valor considera una caída importante del precio del crudo en el corto plazo. Se estima que, de no cumplirse y mantenerse en valores en torno a los US\$ 47 el barril, ello podría implicar una inflación del IPC para mediados de año del orden de 0,3 punto porcentual mayor que la incorporada en el escenario base actual.

En cuanto a tarifas, dado el comportamiento del precio del diesel y del tipo de cambio, se espera un incremento de \$ 20 en la tarifa de la locomoción colectiva en abril, que se revertiría entre el segundo y el tercer trimestre. Respecto de las tarifas eléctricas, se continúa suponiendo que el descenso de los precios de distribución afectará negativamente las cifras de inflación en marzo y positivamente en abril.

En línea con la metodología adoptada desde diciembre, como base para las proyecciones del IPCX1 se utiliza un promedio entre las proyecciones precio a precio y los resultados a partir de un vector autoregresivo. Así, en marzo el IPCX1 tendría una variación mensual de 0,8% (1,8% anual) influido significativamente por el incremento estacional de los servicios educacionales. A su vez, el IPCX y el IPC tendrían variaciones mensuales de 0,4% y 0,6%, respectivamente (1,8% y 2,4% anual, en orden correlativo).

Las proyecciones para el IPCX1 no varían sustancialmente respecto de las incluidas en el escenario base del Informe de Política Monetaria, esperándose una inflación anual del IPCX1 de 2,0% para junio. A su vez, para mediados de año la inflación anual del IPC se ubicaría en 1,9%, valor superior al del escenario base del Informe de Política Monetaria, debido al mayor precio del petróleo ahora considerado. En cuanto al IPCX, su incremento anual sería de 2,0%, cifra menor en 0,1 punto porcentual que la del Informe de Política Monetaria.

El Presidente, señor Vittorio Corbo ofrece la palabra para comentarios sobre la exposición de la coyuntura.

En lo que se refiere al escenario internacional, el señor Ministro de Hacienda formula algunas consultas y comentarios respecto del precio de los bonos soberanos de las economías emergentes y su relación con el movimiento en puntos base del spread.



El Gerente de Análisis Internacional, señor Sergio Lehmann, acota que lo que importa en definitiva es cuánto vale el activo, es decir, el bono. El efecto porcentual sobre su precio está directamente relacionado con el movimiento de las tasas de interés, incluyendo el componente relativo a spreads. De acuerdo a ello, el movimiento porcentual de los spreads, a diferencia del cambio en puntos base del mismo, no da información en el sentido que sugiere la evaluación que hacen los inversionistas.

El Gerente de División Internacional, señor Esteban Jadresic, señala que uno de los temas de fondo es cuánto del movimiento del spread chileno es idiosincrático y cuánto viene de la situación internacional. Agrega, que existe alguna investigación en el Banco, mirando exactamente ese tema, en el sentido que, aproximadamente el 80% de las fluctuaciones en los últimos años del spread soberano chileno se debería a factores idiosincráticos y no un factor común global. Sin embargo, también hay otro estudio que muestra que casi todo se explica por factores globales, entonces este es uno de los temas que estamos mirando. El otro punto que quiere hacer notar, es que estos datos no parecen mostrar un efecto relevante a la situación de canje de deuda en Argentina, en el sentido que hay algunos observadores que han señalado que un fuerte recorte, 30% de la reestructuración de deuda, podría llevar a un cambio de las percepciones de los inversionistas, que afectaría los precios de los activos y los spreads, y la verdad es que no lo hemos visto como récord histórico.

El Consejero señor Manuel Marfán, en relación al mismo tema expresa que se imagina que si uno quiere ver la posición relativa de Chile respecto a otros países, a lo mejor un ranking no es malo, ya que permitiría conocer si Chile está escalando posiciones, si se mantiene o está bajando posiciones. Ello indica, no da un orden cuantitativo, pero sí a lo menos una percepción cualitativa.

El señor Sergio Lehmann señala, ante una consulta que respecto de la situación de China, que los riesgos hoy día se perciben más reducidos de lo que se estimaba hace algún tiempo atrás. El consenso en este sentido plantea que esta economía muestra alguna desaceleración. No obstante, señala que China mantiene un importante dinamismo que, entre otros aspectos, le ha permitido sostener una fuerte demanda por commodities, contribuyendo a mantener elevado el precio de estos productos. En lo más reciente, las estimaciones de demanda de petróleo por parte de China se han revisado al alza, de acuerdo a un programa de energía que se llevaría a cabo en esta economía.

El Vicepresidente señor De Gregorio señala, que respecto de ese país la percepción que tenía el último tiempo era de que no se estaba desacelerando y, ese era el riesgo de que mientras más se demorara en empezar a desacelerar, el tema podría ser más fuerte.

Agrega el Gerente de Análisis Internacional, señor Sergio Lehmann, que es cierto que, en principio, existían dudas respecto al efecto de las medidas adoptadas por las autoridades chinas. Indica, no obstante, que la evidencia más reciente, así como las proyecciones de crecimiento para este año, da cuenta de un crecimiento que si bien es elevado, en torno a 8%, es inferior al registrado en 2004. Señala que en esta dirección precisamente, el día de hoy se han publicado cifras de importaciones, que sugieren una desaceleración de la demanda interna china, mientras que las cifras de exportaciones muestran que el sector externo mantiene un fuerte dinamismo.



En relación a los mercados financieros, y específicamente sobre las tasas de interés de determinados instrumentos, el Gerente de División Política Financiera, señor Luis Oscar Herrera, señala que es efectivo que la oferta de instrumentos públicos ha disminuido, la oferta de algunos títulos largos, también ha caído en el mercado. Señala que lo anterior puede tener algunos efectos, pero en Chile son efectos menores comparados con la inversión existente. Al respecto, el señor Gerente de División señala el nivel que tienen todas estas tasas en los mercados externos. Indica que las mismas tasas a diez años de largo plazo en Estados Unidos están en niveles del 1% y 1,5%, aproximadamente. Agrega, que por otro lado también está el impacto de la situación de política monetaria, partiendo de un escenario con tasas todavía en un rango negativo lo que genera condiciones que también ayudan a mantener tasas que están entre el 2% y el 3%. Señala que también debe considerarse en estos ajustes marginales, el que es esperable que haya una normalización de las expectativas inflacionarias hacia el 3%. Las tasas anteriores de bonos en UF eran compatibles con expectativas o compensación inflacionaria del orden de 2%. Hoy día indica, nos vamos acercando a esa compensación en el 3% y más aún, en lo más inmediato, donde se espera, en particular en los meses de marzo y abril inflaciones acumuladas del orden de 0,8%. Concluye el señor Herrera señalando que lo anterior tiende a hacer atractivos los retornos de los activos en UF que lo tiende a hacer bajar las tasas de interés.

En relación al tipo de cambio nominal, el Consejero señor Manuel Marfán efectúa un comentario sobre la fluctuación del tipo de cambio de Nueva Zelanda, en el sentido que se habría apreciado.

Sobre el mismo tema, el señor Luis Oscar Herrera señala que, en los últimos dos meses, se ha visto un incremento de las correlaciones de las monedas de la región. Señala que lo mismo que ha sucedido en Chile, también le ha acontecido al real y al peso mexicano.

El señor Ministro de Hacienda señala que tiene una consulta no sobre la volatilidad de corto plazo sino más bien sobre las tendencias del tipo de cambio. Indica que le llama la atención, pero no sabe si empíricamente tiene razón o no, el que el tipo de cambio real pareciera algo alto para las condiciones externas que enfrentamos. Agrega que su cuestionamiento tiene implicancias de política. Menciona que al respecto tiene tres hipótesis, pero que pudieran haber otras más.

En primer término argumenta que, a diferencia de otros períodos, hoy existe flotación cambiaria, la cual nos protege más de los *capitales golondrinas*. Por tanto, a igualdad de condiciones, hoy tenemos menos *capitales golondrinas* y un tipo de cambio real más alto.

En segundo lugar, señala que la actual política fiscal de balance estructural es menos permisiva en el gasto de los excedentes del cobre de lo que permitía en los 90 la operación del Fondo de Estabilización del Cobre. Por lo tanto, a igualdad de condiciones, hoy hay más ahorro público, más ahorro interno y un tipo de cambio real más alto.

Por último, destaca que la posición cíclica de la economía todavía está fuertemente rezagada y que, probablemente, las épocas comparables serían algo así como los años 86-87 o 91-92.



Señala el señor Ministro que si las explicaciones al alto nivel del tipo de cambio real corresponden a la primera o a la segunda hipótesis, parecería que tendríamos mayores niveles inflacionarios que en otros ciclos, lo que puede ser bueno porque el tipo de cambio real se apreciaría menos. Si fuera la tercera hipótesis, significaría que habría que esperar más apreciación cambiaria conforme sigamos acercándonos al producto potencial.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, señala, que las hipótesis dos y tres están de cierta manera vinculadas si se ve la posición cíclica no por el lado de las brechas sino por el de las cuentas externas, y se le atribuye a la regla fiscal una responsabilidad o una buena razón para explicar por qué se tiene un superávit en cuenta corriente tan sustancial como el del año pasado. Agrega que la contraparte de ese superávit es que el tipo de cambio real no se ha apreciado como en otras circunstancias frente al mismo. Entonces, indica que lo anterior es consistente con la regla que tiende a aumentar el ahorro nacional fuertemente en momentos de mejoramiento de las condiciones externas.

El Gerente de División Política Financiera expresa, que lo que plantea el señor Ministro se puede dividir en dos. La primera son condiciones financieras y lo otro, por distintas condiciones se resume simplemente en el diferencial de tasa de interés, sea por el superávit fiscal, o por la posición cíclica de la economía. Sin embargo, señala que el resultado es que, a condiciones similares en años anteriores, los diferenciales de tasa de interés estaban en el sentido inverso, y prácticamente, en el corto plazo no tenemos un diferencial mínimo de tasa de interés en comparación con el pasado.

El señor Ministro de Hacienda comenta, en relación a lo anterior, que la implicancia de política es distinta según sea una o la otra. Si estamos en presencia de un tipo de cambio real alto porque la posición cíclica se encuentra rezagada, se podría esperar que conforme se acelere la actividad el tipo de cambio se aprecie ayudando con ello a que la inflación no se eleve. Si en cambio la explicación es más bien de tipo estructural, a igualdad de posición cíclica, tendríamos un poco más de impulso inflacionario ahora que antes.

El Consejero señor Marfán, indica que habría que tener alguna percepción de cuál debiera ser el tipo de cambio real de equilibrio para saber el grado de desalineamiento que tendríamos en la posición cíclica. Señala que su impresión, de todos modos, es que las condiciones reales externas están compensadas por la política fiscal; las financieras están compensadas por una tasa de interés que es la más baja de la historia. Por otra parte, el sector privado no presenta desequilibrios importantes, por lo tanto, se pregunta por qué debería estar desalineado el tipo de cambio, y por qué, hacia futuro, el tipo de cambio debería moverse en una dirección distinta de lo que está.

El Presidente, señor Corbo señala que lo anterior son hipótesis. Lo que sí está claro, agrega, es que el tipo de cambio real está un poco más alto de lo que debería, por los fundamentos, o de acuerdo a los modelos que tiene el Banco. En su opinión, no hay riesgo que se vaya muy arriba. Señala que, igualmente es una seguridad que tenemos hoy día y que no existía hace 4 ó 5 meses atrás.



En lo que se refiere al mercado laboral, el Consejero señor Marfán indica que el crecimiento en la fuerza de trabajo femenina ha estado en los últimos trimestres móviles cercano al 7% anual, lo que estima difícil que se pueda mantener en el tiempo. Agrega, que en los mejores años, a mediados de los 90, también se dio el mismo fenómeno y existía una discusión más o menos parecida. Señala que la tasa de crecimiento de la fuerza de trabajo femenina estaba entre 3,5% y 4%, durante un período bastante más largo que lo que hemos observado ahora.

También comenta el señor Marfán, que en reuniones anteriores había sugerido que el Banco revisara la tasa de ocupación, ya que se trata de un concepto que se usa bastante y tiene que ver con la participación de la ocupación dentro de la población total en edad de trabajar.

En lo que dice relación al tema precios y costos, el señor Ministro de Hacienda consulta sobre el IPCX1, en el sentido de cuán limpia está dicha medición de elementos que no tienen que ver con la demanda, como por ejemplo, el precio del petróleo.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor García, responde al señor Ministro, señalando que, en principio, lo que interesa excluir de una medición de inflación subyacente es la incidencia directa de los combustibles en los precios, pero los efectos de segunda vuelta o de tercera, vía remuneraciones no tienen porqué eliminarse, ya que tienden a tener efectos en los costos a lo largo de la economía. Esos fenómenos no están excluidos de ese IPCX1.

El señor García agrega, que en el marco conceptual, el tipo de cambio pondera 10 veces lo que lo hace el precio del petróleo en la estructura de costos general de la economía, porque el petróleo pondera un 10% de la canasta de importación y el tipo de cambio afecta toda esa canasta.

El Presidente, señor Vittorio Corbo, suspende la Sesión a las 13:05 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° 75, con la participación de los mismos asistentes indicados en la comparecencia.

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



Al respecto, el señor Gerente de División señala que:

1. En la reunión de política monetaria de febrero, el Consejo decidió aumentar la tasa de interés de política en 25 puntos base a 2,75%. En esta decisión se consideró que las distintas mediciones de la tendencia inflacionaria seguían aumentando gradualmente, que el cierre de las brechas de capacidad seguía progresando y se mantenía un marcado estímulo monetario. El ajuste de la tasa de política monetaria era coherente con la estrategia de normalización pausada del impulso monetario iniciada en septiembre del año pasado y reafirmaba lo previsto en el Informe de Política Monetaria de enero, al mismo tiempo que reducía el riesgo de ajustes abruptos en el futuro.
2. La minuta de antecedentes preparada para esta reunión da cuenta de que se sigue desarrollando un cuadro macroeconómico similar al previsto en el Informe de Política Monetaria, el que incluye un ritmo de crecimiento de la actividad mayor que el crecimiento potencial y una inflación de tendencia que gradualmente vuelve al rango meta gracias a una normalización pausada de la política monetaria.
3. En efecto, los últimos antecedentes disponibles confirman que la inflación de tendencia sigue aumentando lentamente, a pesar de los vaivenes que exhibe la inflación mensual, los que se explican por cambios en las tarifas reguladas. A su vez, las distintas medidas de expectativas de inflación han continuado normalizándose, llegando a cerca de 3% las de mayor plazo, mientras los costos laborales y las remuneraciones también han repuntado levemente. Por su parte, el crecimiento de la actividad y del empleo presentan velocidades de expansión instantánea algo menores que en meses pasados, pero aumentos anuales aún superiores a sus tendencias. Los indicadores de consumo se mantienen robustos, al igual que las expectativas de hogares y empresas. Las mayores diferencias con respecto al escenario base se dan en las importaciones de bienes de capital, que siguen sorprendiendo al no dar muestras de atenuar su marcado dinamismo, y en los precios del cobre y del petróleo, que se han mantenido por encima de lo proyectado, lo que motiva revisiones al alza de sus trayectorias esperadas. También resalta el aumento de las tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos de América.
4. Con estos antecedentes, considerando el aumento de la tasa de interés de la reunión pasada, las opciones más plausibles son mantener la tasa de política monetaria o aumentarla en 25 puntos base.
5. Al aumentar su sintonía con el último escenario de proyecciones, los antecedentes acumulados son coherentes con mantener la estrategia de normalización pausada de la política monetaria aplicada desde septiembre pasado. El escenario alternativo de persistencia en las noticias positivas de actividad, por encima del escenario central —que se discutió en el último par de meses y que podría justificar un leve aumento del ritmo de normalización—, parece ahora algo menos probable. En el otro extremo, las novedades tampoco apoyan la idea de reducir el ritmo de normalización. De hecho, la inflación continúa un curso como el previsto, en un escenario que incluye una gradual normalización de la política monetaria.
6. Como se ha discutido en otras oportunidades, en la estrategia de normalización pausada de la política monetaria tienen cabida tanto alzas sucesivas durante algunos meses como pausas en otros, siendo la acumulación de antecedentes mes a mes un elemento fundamental para definir el ritmo preciso de los ajustes. En este marco, luego de dos meses consecutivos en que se aumentó la tasa de política monetaria, es posible justificar mantener la tasa de política monetaria. La ausencia de novedades mayores en la trayectoria de la inflación y de la actividad apoyan esta alternativa, al igual que la



moderación del rápido crecimiento que exhibían algunos indicadores de actividad y empleo. El hecho de que los costos laborales continúen en una trayectoria acotada igualmente sugiere que se puede realizar una pausa. Finalmente, el riesgo de que tres alzas sucesivas se interpreten como un aumento del ritmo de normalización por encima del que se ha considerado como adecuado para el escenario más probable, también respalda esta opción.

7. Por otra parte, también es posible justificar un aumento de la tasa de política monetaria si se pondera más el riesgo de que persistan los mayores precios del petróleo y del cobre, con presiones de costo directas del primero y un posible panorama de mayor actividad del segundo. A esto se suma el vigor que muestran las importaciones de bienes de capital, que pueden señalar un ciclo expansivo de la economía más pronunciado. Sin embargo, considerando que la inflación actualmente se ubica cerca del piso del rango meta, se puede argumentar que no es necesario tomar acciones preventivas ante riesgos que aún no se materializan y cuyos efectos cuantitativos sobre la inflación dependen críticamente de sus consecuencias sobre terceras variables, incluyendo el tipo de cambio, el PIB efectivo y el potencial.
8. También es posible justificar un aumento de la tasa de política monetaria en esta reunión considerando que la política monetaria continúa siendo considerablemente expansiva a pesar de los ajustes ya realizados. Por ejemplo, las tasas reajustables a cinco y diez años han disminuido cerca de 60 puntos base desde fines de diciembre, mientras la compensación inflacionaria ha aumentado entre 50 puntos base y 80 puntos base, según el plazo, desde comienzos de enero. Con todo, cabe destacar que durante el último mes la curva *forward* sí ha mostrado un desplazamiento acotado, cercano a 25 puntos base para el horizonte de política.
9. Finalmente, cabe destacar que para esta reunión la mayoría de las encuestas indican que poco más de la mitad de los agentes interrogados no espera cambios de la tasa de política monetaria, por lo que la mantención no debería tener consecuencias mayores sobre los precios de los activos y las expectativas futuras de política monetaria. La excepción es la encuesta a mesas de dinero del Banco Central de Chile, en que una mayoría espera un aumento de 25 puntos base.

El Presidente, don Vittorio Corbo ofrece la palabra para comentarios.

El Gerente de División Política Financiera, señor Luis Oscar Herrera, señala que concuerda con los comentarios y recomendaciones sobre una normalización pausada de la política monetaria. Agrega, que se han oído varios comentarios respecto de por qué postergar, por razones más bien tácticas, el aumento de la tasa de política monetaria y dejarlo para otro mes. Indica que también hay otro tema, que tiene relación con los aumentos de inflación que probablemente se van a presentar y le preocupa que después aparezcamos reaccionando respecto de esos incrementos.

El Gerente de Análisis Financiero, señor Sergio Lehmann, estima que es importante también poner sobre el tapete de la discusión algo que se mencionó en la reunión de la mañana que se refiere al balance de riesgo, que, al menos, desde el punto de vista de la División Internacional, es más bien negativo, desde el punto de vista de la inflación externa que, al parecer, puede presentar algunas presiones en ese sentido, así como también en lo referente al precio del petróleo, y por lo tanto, desde el punto de vista de la estrategia táctica habría que tomar en consideración esos escenarios de manera de no aparecer también sobrerreaccionando.



El Presidente, señor Corbo, agrega que con las alzas de tasas efectuadas en los últimos dos meses se hizo frente a inflaciones negativas. Señala que en esas oportunidades, se dio una señal clara de que el Banco se preocupaba de la inflación hacia delante y no mes a mes. Si así no se hubiera hecho no hay duda que la situación sería muy distinta.

El Vicepresidente, señor De Gregorio, señala que el punto planteado por el Gerente de División Política Financiera, tiene mucho sentido si uno hubiera estado absolutamente inactivo.

El Consejero señor Marfán señala que, compartiendo lo expresado en la Minuta de Opciones, le parece que habría que agregar el hecho de que los shocks de oferta no deberían generar los mismos efectos sobre decisiones de política económica que los shocks de demanda, y, en ese sentido, agrega que no es tan evidente que una aceleración de inflación provocada por un aumento del petróleo debiera apurar un aumento de la tasa de la política monetaria de la misma manera que si hubiera un aumento de inflación por razones de demanda agregada. Agrega, que el tono de la nota de opciones da la sensación de que eso podría ser un argumento para un aumento de la TPM. Le parece que ello no constituye un argumento suficiente como para tener un aumento de tasa durante tres meses seguidos.

El señor Ministro de Hacienda señala que su impresión es más bien que hoy día el ambiente va a ser de mantención de la tasa. Agrega que es sólo una sensación, por tanto no quiere que se tomen sus comentarios como referidos fundamentalmente a la decisión de esta oportunidad, sino que más bien en cómo se va a encarar el año que viene.

Hace presente el señor Ministro que en su opinión se han ido consolidando una cantidad de hipótesis básicas que no han sido adecuadamente testeadas y que, consistentemente con esas hipótesis básicas de trabajo, se ha ido delimitando una estrategia a seguir que no siempre cree que está sobre pilares suficientemente firmes. Eso no significa que sea básicamente errada, pero que a veces darle una mirada a esos pilares pudiera ser conveniente para no circunscribir la discusión a menos elementos de los que debiéramos considerar cuando el Consejo adopte decisiones de este tipo.

En primer lugar, señala que quiere hacer un comentario que no va al fondo de lo que va a expresar. Le parece que hay que ser siempre cuidadosos cuando se hace un contraste o se da información sobre las mesas de dinero o del mercado, porque claramente esto es un juego en ambos sentidos. O sea, el mercado también está tratando de adivinar las decisiones del Banco. Entonces, agrega el señor Ministro, hay que tener cuidado en que muchas veces lo que el mercado piensa también es lo que puede haber leído en pasados comunicados. Allí se presenta una relación interactiva. No es una opinión que no considere los comunicados que el Banco ha dado y es bueno que así sea, pero no hay que tomarlo como una opinión incondicional. Es la opinión atendido lo que el Consejo ha dicho y lo que ha hecho. En el extremo, lo anterior se trataría de una super sintonía fina, o sea, ya no sólo se está discutiendo la instancia de cada mes, sino que es la señal que se le está dando al mercado a partir de los movimientos y de la secuencia con que éstos se han dado en el tiempo. Por ponerlo de algún modo, señala que es como que si el Banco Central estuviera tratando de fijar la curva de rendimientos en su conjunto, esto es, fijando la tasa de cortísimo plazo, porque tiene el monopolio, y guiando al mercado respecto de que espera para el futuro. Le parece temerario porque eso supone manejar una cantidad de información que probablemente todos reconoceríamos que no tenemos.



Sin embargo, cree que esa forma de ver las cosas se basa en algunas hipótesis que, como se señalaba, al menos ofrecen alguna posibilidad de ser atacadas o por lo menos miradas con alguna distancia. La primera de estas hipótesis, es que las tasas hoy día son super expansivas y, por tanto, necesariamente las tasas de interés de equilibrio van a ser más altas. Le parece que eso es razonablemente cierto, pero sin ser super expansivas, sí son algo expansivas. Cree que es algo que no se sabe a ciencia cierta. Señala que detrás de la mente de cada uno de los asistentes a esta reunión está la idea de que son claramente más bajas de lo que fueron históricamente. Sin embargo, estima que hay algunas cosas que han cambiado. En primer lugar, hoy día existe flotación cambiaria. En segundo lugar, el ambiente de tasas de interés en el mundo, en general, es de tasas más bajas que en el pasado. Y estos no sólo en el corto plazo. Si se revisan las tasas de más largo plazo, tanto las de Tesoro Americano como las de Europa, éstas son bastante más bajas que las que prevalecían en los 90. Por tanto, parece haber habido cambios estructurales. No se sabe cuánto tiempo van a durar, pero hay un ambiente general en el mundo de tasas de interés más bajas y eso es empírico. En segundo lugar señala el señor Ministro que si se mira el conjunto de economías emergentes que son listadas habitualmente, un tercio de esas economías tienen tasas nominales más bajas que Chile y dos tercios las tienen más altas. Algunas tienen inflaciones más bajas, otras tienen inflaciones más altas. Por lo tanto, estamos en el extremo del grupo, sino que algo más expansivos que el promedio. En tercer lugar indica que la afirmación que se hace con extrema seguridad respecto de que las tasas tienen que subir y que todo el problema consiste en qué tan rápido se hace, se basa, a su juicio, en lo que ya el mercado repite, casi con obediencia, que las brechas se están cerrando. Por tanto, las dos condiciones copulativas, tasas más bajas de lo que cualquiera creería y brechas cerrándose, hacen que el mercado reaccione consecuentemente.

La otra idea que se plantea, señala el señor Ministro, es que el producto hoy día crece por sobre la tendencia. Al respecto señala que nadie tiene ninguna duda cuando los escucha de que estamos en un proceso de acortamiento de brechas a una tasa bastante significativa. Estima que tiene serias dudas al respecto. En el reporte presentado por el *staff* se ha reconocido que probablemente se está subestimando lo que sería la formación bruta de capital fijo este año o más exactamente, para no exagerar o no deducir palabras de palabras, que se necesitaría que el ritmo de crecimiento de las importaciones de bienes de capital fuera bastante plano en el resto del año para que la inversión creciera conforme a lo presentado en el IPOM. De este modo se tiene que este año es muy probable que la tasa de formación bruta de capital fijo será la más alta que nunca antes haya tenido la economía chilena. Indica el señor Ministro que hace presente lo anterior porque el año 95-96 el Fondo Monetario calculaba que nuestro producto potencial se estaba expandiendo a 6,5 y la tasa de inversión a la que se va a llegar este año es comparable, incluso está por arriba de la que teníamos en esa época. Además, no tendría ninguna razón para pensar que dados los acuerdos comerciales y el marco de política macroeconómica los otros factores más cualitativos, como la PTF, tuvieran que ser más bajos que en ese período. Luego, señala el señor Ministro, se puede tener en el futuro una revisión hacia arriba del producto potencial y ,por lo tanto, es dable pensar que se está en un rumbo de lenta aproximación al producto potencial.

Analizados estos dos puntos, el señor señala Ministro que se llega al último punto. En el último informe de la División de Estudios se muestra que el IPCX1 o medida de inflación tendencial va hacia arriba. Entonces, se tendrán que estar acortando las brechas. O sea, a la tasa actual, dada las comunicaciones del Banco Central y dada la curva forward, la economía estaría creciendo por arriba de lo que puede porque el IPCX1 va creciendo, y es allí donde plantea la última pregunta. Señala que si somos completamente honestos, es que el Banco no lo sabe. No es posible rechazar la hipótesis nula de que el movimiento más reciente del IPCX1 se explica íntegramente por el tipo de cambio y por el petróleo. Agrega que está consciente de que el Banco Central tiene que preocuparse, como bien se mencionó en la reunión de la mañana, de los efectos de segunda vuelta, y por tanto, que aunque la inflación



sea por tipo de cambio y petróleo, el Banco tiene que reaccionar, pero estima que estarán de acuerdo con él en que, excepción hecha de que estuviéramos pronosticando que el dólar va a seguir subiendo y que el petróleo también, lo que habría movido el IPCX1 no tiene por qué seguirlo moviendo en el tiempo. Por último, se pregunta si el Banco le podría decir que en realidad está pronosticando un tipo de cambio constante y un precio del petróleo hacia abajo, pero que el movimiento del IPCX1 tiene una inercia suficiente que podría desanclar las expectativas. Cree que francamente no existe evidencia que apunte a un riesgo de que se desanclen las expectativas.

En síntesis, cree el señor Ministro que estamos mucho más en tinieblas de lo que parece afirmar el Banco y, por tanto, piensa que mes a mes hay que ir analizando los datos y viendo si, efectivamente, las razones de los movimientos del IPCX1, del petróleo, del dólar, del producto efectivo y de la inversión forman un cuadro que requiera o no revisión.

El Vicepresidente, señor De Gregorio, señala que no va a discutir mucho el tema del crecimiento de la brecha y del producto. Le parece que, en general, entendería que en un proceso como éste se puede tener incertidumbre en la velocidad, pero le costaría mucho justificar que, en esta parte del ciclo, las brechas se amplíen. Ahora bien, sí estima que existe un punto que hay que destacar, que hace mucha fuerza y tal vez, algo que se tiene que ir pensando en el tiempo y que siempre se evita y que, de alguna u otra manera, se podría estar relativamente en una situación compleja, en el sentido de que se ha insistido mucho en una especie de precompromiso del curso de la tasa. Estima que eso es muy importante, pero que por otra parte, tiene la complicación de que lo precompromete en las próximas reuniones y, en ese sentido, tal vez en el discurso, es muy difícil plantear que lo que se avisa en el futuro es una reducción gradual del impulso monetario, que le parece además adecuado plantearlo, pero por otra parte, poder graduar esto al ritmo que se vaya presentando en la coyuntura, porque da la impresión, en algún momento, que se puede querer cambiar esa estrategia, hacerla más lenta, o querer apurarla dos meses. Entonces, si se apura dos meses se pensará que se cambió la regla gradual y ahora es gradual rápida. Le parece que en ese caso se tendrá que enfrentar un problema en los próximos meses y que obligará a graduar las comunicaciones del Consejo, en la medida que ésta es una trayectoria esperada, pero que se va revisando mes a mes y que no necesariamente significa un precompromiso.

El Gerente de División Estudios, señor Rodrigo Valdés, señala que existe una discusión de objetivos, que cree que es válida y que, en nuestro idioma las cosas se ven menos claras que en inglés. A propósito de ello, señala que se ha tratado mucho de buscar adjetivos y cuesta encontrar los que sean útiles para la comunicación.

Respecto de la pregunta sobre dónde están las tasas neutrales hoy, señala que existe mucha incertidumbre al respecto. Lo que sí cree es que no le parece coherente decir que el PIB potencial puede ser muy alto y las tasas neutrales muy bajas, simultáneamente. Estima que es o lo uno o lo otro, pero que cuesta pensar que se den las dos cosas juntas.

El señor Ministro acota sobre este tema, señalando que si se tiene una economía y se le da un shock en que crece la tasa de ahorro y presentar el resultado, esto es, tasas más bajas y el potencial más alto, no es contradictorio.



El señor Valdés señala que tendría que ser un shock muy especial para que suceda. En todo caso, no puede ser que en el largo plazo la tasa de interés esté por debajo del crecimiento de la economía. Lo anterior es como una condición básica de equilibrio para que una economía sea dinámicamente eficiente.

En cuanto al tema del IPCX1, en que hubo cierta discusión en la mañana, en el sentido que podría ser el petróleo el que empuja el IPCX1, señala el señor Gerente de División Estudios que es así, ya que las incidencias de los distintos componentes del IPCX1, dado los grados de exactitud en las estimaciones que se pueden hacer, son muy amplios. Por lo tanto se puede decir que es la pura credibilidad, que se acabó la ampliación de brechas, es la misma brecha que se tenía hace seis meses y la pura credibilidad del Banco empuja de vuelta.

Señala que volvería a los temas que importan más, en donde los salarios son claves para esta dinámica, junto con la productividad. Eso aporta el grueso de la estructura de costo y, por lo tanto, es una variable a monitorear también muy de cerca. Agrega que lo que se apreció en la mañana es que los costos laborales unitarios, con las imperfecciones con que se miden, seguían bastante bajos.

Finalmente hace presente, que respecto de la discusión de trayectoria, entiende que es muy complicado hacer comentarios previos en que se concuerde, pero cree que lo que hay que poner sobre la mesa es el tema que una decisión aislada, de 25 puntos base, es muy irrelevante, y además, una de timing de 25 puntos base es 101% irrelevante. Piensa que da lo mismo si uno la sube ahora o el próximo mes, considerando el resultado que va a tener de aquí a dos años más. Por lo tanto, señala que no se puede hacer otra discusión que tenga sentido, en cuanto a que la política monetaria tenga efectos sobre las variables que hay que afectar sin tener alguna idea de hacia dónde van a estar las tasas, que son movimientos más amplios que 25 puntos base.

El Consejero señor Manuel Marfán, señala que comparte lo que ha expresado el señor Ministro en cuanto a que hay que ser muy modestos respecto a la capacidad que tiene nuestra disciplina de poder mirar todo lo que influye simultáneamente. Le parece que muchas veces por exceso de arrogancia han cometido errores muchos colegas nuestros, en el pasado. En ese sentido, indica que se tiene que aceptar que hay márgenes y rangos y que, por lo tanto, hay que tener sentido común. Desde esa perspectiva y, extremando ese argumento, al final todo siempre es conjetura. Sin embargo, indica que existen conjeturas más educadas y otras conjeturas menos educadas, profesionalmente. Los modelos con los cuales se desarrollan las proyecciones son una conjetura, pero es una conjetura también educada; representa un resumen, una síntesis de formas y mecanismos de transmisión y efectos de política que recoge de manera importante la discusión que se presenta en esta ocasión, pero de todos modos, estima que todos tienen, probablemente en el subconsciente, algunas variables de control para ir testeando con nuestra propia forma de apreciar lo que se está proyectando y decidiendo. Agrega que, en su caso particular, tiene las siguientes conjeturas, con un grado bastante alto de certeza y seguridad. En primer lugar, que la tasa de interés actual de la política monetaria es una tasa claramente expansiva y que, por lo tanto, la tasa neutral está por sobre ésta. Señala que tiene enorme incertidumbre acerca de dónde está la tasa de interés neutral, pero sabe que está bastante por arriba, significativamente por arriba de nuestro nivel. Por lo tanto, señala que estamos en una situación de política monetaria que, todo lo demás constante, está acelerando el gasto. No lo está manteniendo en un nivel alto, sino que lo está acelerando. Indica también, que a medida que se acelera el nivel de actividad y la demanda, cree que es bueno ir soltando el pie del acelerador, como una medida de cautela. Si la velocidad máxima es 120 y uno ya va a 100, piensa que es mejor no estar todavía con el acelerador a fondo.



El segundo elemento, en que también tiene una conjetura de casi certeza, consiste en que la tasa interbancaria diaria no tiene efecto sobre la demanda agregada. Señala que lo que importa en realidad es la *yield curve*, o sea, cómo se mueve o cómo se posiciona la curva de tasa de interés hacia delante desde la tasa diaria. En ese sentido, piensa que es mucho más expansivo o mucho más contractivo el mensaje, en la medida que se nos crea que nosotros estamos señalando cuál es la pendiente hacia futuro de esa *yield curve*. En ese sentido, le parecen importantes los aspectos tácticos que se han venido discutiendo. En su opinión, fue importante no haber tomado, a fines del año pasado, una decisión de dos meses consecutivos de alza de tasa porque cree que habría elevado la *yield curve* a partir de ahí en adelante.

El tercer elemento que le parece necesario destacar y es donde tiene altas incertidumbres, es respecto al producto potencial. Indica que trabajó bastante este tema hace algunos años atrás, y que en aquel entonces, cuando se tenía la sensación de que las brechas se estaban cerrando, no es que creyeran con certeza que eso estaba ocurriendo, sino que se ponían nerviosos, tratando de buscar síntomas de recalentamiento. Sólo una vez que aparecían esos signos de sobrecalentamiento, confirmaban un diagnóstico y se hacían ciertas recomendaciones de política. Le parece que la forma actual de estimar el producto potencial es muy superior a la de aquel entonces, pero señala que sigue generándole una enorme incertidumbre. Aquí es donde cree que tiene un alto grado de incerteza, especialmente respecto de las decisiones, en que, a su parecer, la forma de estimación es procíclica lo que ha señalado en varias oportunidades. Por lo tanto, agrega que lo que se va a ir viendo de ahora en adelante es que el producto potencial se va a ir acelerando; incluso se va a reescribir la historia que estamos viviendo hoy día, si se mantiene el crecimiento hacia futuro y cada vez más el producto potencial de hoy día va a ser más alto respecto de cómo lo estamos midiendo actualmente. Agrega el señor Consejero que tiene la impresión de que la brecha de PIB ha sido, durante todo este ciclo, más alta que lo que se ha estimado y si es más alta, también se está cerrando más rápido. Aún cuando el nivel de la brecha es más alto, se puede estar cerrando también a una velocidad más alta. Las implicancias de política, en todo caso, son de segunda derivada y no de primera derivada.

Asimismo, el Consejero señor Marfán señala que una variable de control extremadamente relevante son los precios relativos. Si la inflación es un termómetro de equilibrio, uno perfectamente puede tener una situación de inflación baja, pero donde el desequilibrio se está reflejando en precios relativos desalineados. Señala que, en muchas oportunidades, ha comentado qué es lo que pasa con el tipo de cambio, porque le parece que éste es un reflejo en muchas ocasiones de una inflación escondida. Una inflación baja, pero con una apreciación cambiaria puede ser también síntoma de sobrecalentamiento. Indica que no ha visto en la actual coyuntura, lo que para él es un signo de tranquilidad, más que de preocupación, que el tipo de cambio nominal se mantiene alto y que no se da esta predicción de apreciación del tipo de cambio, lo cual tiende a dar tranquilidad de que el ciclo va bien.

Finalmente, cree que el otro aspecto en que se presenta enorme incertidumbre, son los errores tipo 1 y tipo 2 a los cuales ha hecho alusión el Ministro en muchas ocasiones. En su opinión, tiene la impresión de que se debe tener la certeza en nuestras decisiones. Si creemos que se está cerrando la brecha, la reacción de política o la manera a la cual se va sacando el pie del acelerador tiene que ser una que no arriesgue que esa brecha se mantenga abierta por un plazo innecesariamente largo. Le parece que el ritmo al cual se ha estado haciendo hasta ahora es el correcto. El problema que existe es si hacia futuro va a seguir siendo así o no, pero le parece que los agentes del mercado que, obviamente interactúan con nuestras decisiones, están viendo una *yield curve* hacia futuro que es bastante moderada, a su juicio, y que no arriesga frenar un proceso de reactivación equilibrado.



El Consejero señor Desormeaux señala, que incertidumbre siempre existe y, la verdad es que en el Banco Central operan con un margen de incertidumbre muy grande respecto de modelos, de parámetros incluso con los datos y, también comparte con el Ministro que hay que tener mucho cuidado con los adjetivos. Sin embargo, refiriéndose a los puntos que el Ministro hace, por ejemplo, respecto de la tasa neutral, cree que no le cabe ninguna duda que la tasa neutral en Chile está muy por encima del nivel de la tasa de política monetaria hoy día. Como punto de referencia, por ejemplo, señala que los mercados esperan que la tasa norteamericana se encuentre a fines del año 2005 cerca de un 4%. Lo anterior, respecto de los niveles que tiene la tasa chilena actual, es sustancialmente mayor y no hay otro adjetivo para describir eso y no ve razones para que nuestra tasa esté sistemáticamente alejada de niveles como ese. En segundo lugar, piensa que también es un hecho bastante claro, pese a las incertidumbres, que las brechas de capacidad se están reduciendo. Indica que ya se mencionó que el crecimiento record que está experimentando la formación bruta de capital fijo tiene un efecto relativamente reducido sobre el crecimiento potencial y que, por lo tanto, las brechas se están reduciendo. Agrega que, indudablemente, existen grados importantes de incertidumbre y en consecuencia, se debe actuar en forma muy cautelosa. Continúa el Consejero señor Desormeaux, señalando que el señor Ministro ha dicho que hay que tener cuidado con el uso del *yield* en el comunicado. Éste es un debate que tiene lugar hoy día en la academia y existen riesgos y beneficios de ello. Estima que el Banco Central y el Consejo lo han hecho con extremada prudencia, justamente, para cuidar algo muy importante que el Banco Central ha conquistado, que es credibilidad. El hecho que se pueda tener una política monetaria estimulativa como la que se tiene hoy en día, tal vez la primera vez en la historia que este país ha tenido una política monetaria tan fuertemente anticíclica, es gracias a esta credibilidad que el Banco Central ha construido a lo largo de los años y, sin duda, también con una colaboración importantísima de la política fiscal. Por lo anterior, concluye el señor Consejero, es que se debe cuidar esta credibilidad, a pesar de las incertidumbres que existen a la hora de tomar decisiones en esta materia y de transmitir las señales correspondientes.

El Presidente señor Corbo, señala que cree que ya se ha dicho todo. Sin embargo, como resumen de la discusión que se ha tenido después de las preguntas muy correctas que ha planteado el señor Ministro, y que son preguntas que van a seguir surgiendo a medida que se avance en el proceso que estamos embarcados, se puede señalar que la economía sigue comportándose bien, y que si continúa el crecimiento en la forma actual, que es muy distinto comparado con dos años atrás, no hay duda que la tasa neutral es mayor que la actual. Agrega que la pregunta sobre cuánto mayor que la actual, es lo que se va a ir analizando en el camino hacia donde hay que llegar. La política monetaria, señala, afecta la inflación a través de los precios de activos. En razón de ello, es importante dar una señal hacia dónde va esa política monetaria en el futuro, ya que el efecto solamente de la tasa de política monetaria es débil, especialmente si se cree que es verdadero el punto expresado por el señor Ministro, siempre que tengamos una idea de dónde deberían ir las tasas a futuro. Le parece que se ha sido extremadamente cuidadoso y que se continuará siéndolo aún más. Señala que un tema que también han discutido internamente es que el mercado no entiende cuál es el curso más probable del futuro de las tasas, lo cual es, en el escenario central que tenemos hoy día, que la economía siga creciendo de manera tal que las brechas se vayan acortando y eso se tiene que ir viendo, eventualmente, en forma mucho más clara también en la inflación. Por eso, agrega el señor Presidente, el Consejo se reúne mes a mes y es muy cuidadoso, no solamente en analizar los cambios que han habido en los determinantes de la inflación, sino que también qué está pasando con la inflación misma, que es al final una validación del modelo que tenemos. Es absolutamente acertado, indica, que existe una gran incertidumbre con relación a la estimación de las brechas en tiempo real, pero sí sabemos más o menos qué esperaríamos que esté pasando en una economía con las tasas de inversión que ha habido en los últimos años, y con la tasa de crecimiento que observamos en el mismo período. También se sabe que las brechas se van acortando, pero no conocemos, exactamente, en qué momento



vamos a llegar a brechas de cero. Le parece que lo más importante es que queremos asegurarle al señor Ministro que todos estos factores los consideramos y así lo reflejan los comunicados del Banco Central.

Concluye el señor Presidente, señalando que estas dudas que se nos presentan también las tienen todos los bancos centrales.

El señor Presidente, señor Vittorio Corbo, señala que, no habiendo más comentarios, corresponde llevar a cabo la votación. Agrega, que quiere proponer a los señores Consejeros el acuerdo de mantener la tasa de política monetaria en su nivel actual, siempre que exista unanimidad para ello.

Los Consejeros manifiestan, expresamente, su conformidad a dicha propuesta y señalan que los respectivos fundamentos de dicha decisión, en el caso de los Consejeros señores Marfán y Desormeaux, se basan en lo ya expresado por ellos en esta Sesión. En el caso de los fundamentos del voto del Presidente señor Corbo, del Vicepresidente señor De Gregorio y de la Consejera señora María Elena Ovalle constan en sendas Minutas que entregan en este acto al señor Ministro de Fe y que se transcriben a continuación:

- a) Minuta del Presidente señor Vittorio Corbo: "La expansión económica y la inflación siguen un curso compatible con el presentado en el último IPOM. En el lado del gasto sigue sorprendiendo el alto dinamismo de la inversión en maquinaria y equipos y en el lado de los costos la evolución del precio del petróleo y del tipo de cambio debiera afectar la volatilidad de la inflación efectiva. En este escenario se consolida el escenario central del IPOM que considera una reducción gradual y pausada del pronunciado estímulo monetario para aumentar la probabilidad que la inflación se sitúe en torno al 3% hacia el final del horizonte de proyección habitual de ocho trimestres. La mantención de esta estrategia es compatible con mantener la tasa de política en esta ocasión."
- b) Minuta del Vicepresidente señor De Gregorio: "En nuestras dos reuniones de política monetaria anteriores hemos decidido aumentar la tasa de interés para ir reduciendo gradualmente el estímulo monetario. Las noticias inflacionarias de este mes están dentro de los rangos previstos, asimismo tampoco ha habido novedades importantes en materia de cierre de brechas ni evolución de costos y márgenes. Por lo tanto, y consistente con la reducción gradual del impulso monetario me parece que hoy una buena opción es mantener la tasa de interés."
- c) Minuta de la Consejera señora María Elena Ovalle: "Como se desprende de los antecedentes presentados por Estudios, las últimas novedades reflejan una actividad que continúa en niveles altos sin exhibir una aceleración adicional. Estos antecedentes y sus determinantes, no configuran un escenario sustancialmente distinto al vigente en la reunión de febrero ni al considerado en el último IPOM. Por lo tanto, elementos fundamentales presentes en reuniones pasadas siguen siendo válidos hoy: continúa habiendo consenso en torno a la necesidad de normalizar la TPM, se percibe que la estrategia de normalización gradual es la más apropiada para transitar hacia niveles más neutrales, y los aspectos tácticos son nuevamente importantes para orientar las decisiones de política, que lleve a su mejor comprensión. En este último aspecto, quisiera recordar que una cuestión importante discutida en la reunión de febrero fue la necesidad de dar la señal al mercado que la estrategia de normalización "gradual o pausada", en ningún caso estaba asociada a una regla mecánica, que se entendía como un alza de 25 pb mes por medio. Esto también es válido en la reunión de hoy, lo que nos permite reiterar que la oportunidad y magnitud de los movimientos los iremos evaluando reunión tras reunión, para tomar decisiones lo más fundamentadas posibles."



Las distintas medidas de tendencia inflacionaria siguen dando cuenta de una convergencia gradual al objetivo de política, con registros puntuales más bien cercanos al piso del rango meta. Además, las últimas novedades provenientes de los márgenes y costos laborales unitarios, siguen validando la estrategia de retiro pausado del estímulo monetario, al no introducir presiones adicionales. En este marco, luego de dos meses consecutivos en que se aumentó la TPM creo que se justifica, en esta ocasión, la Mantención de ella. Por lo tanto, a la luz de los antecedentes y opciones que hemos discutido, voto por Mantener la TPM. Esto nos permite continuar con la estrategia de gradualidad adoptada y esperar por más información para hacer compatibles el panorama de crecimiento que se nos presenta, con la meta inflacionaria en el horizonte habitual de política."

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

75-01-050310 – Tasa de Política Monetaria.

Se acuerda mantener la tasa de interés de política monetaria en 2,75% anual. Los tramos de la línea de crédito de liquidez se mantienen en el mismo nivel.

Siendo las 17.00 hrs. se retiran de la Sala el señor Ministro de Hacienda, señor Nicolás Eyzaguirre Guzmán y la Asesora Macroeconómica del Ministerio de Hacienda, señora Bernardita Piedrabuena Keymer.

III. Comunicado

En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central resolvió, por unanimidad, mantener la tasa de interés de política monetaria en 2,75% anual.

La información disponible muestra que la inflación y el crecimiento de la actividad tienen un comportamiento coherente con el panorama previsto en el último *Informe de Política Monetaria*. El sólido crecimiento de la economía es apoyado por un entorno internacional favorable y por condiciones monetarias en Chile que continúan siendo claramente expansivas. La inversión ha seguido creciendo con excepcional vigor, el empleo y la fuerza de trabajo continúan dinámicos, y las expectativas privadas se mantienen auspiciosas.

Por su parte, la información de precios más reciente indica que, más allá de los vaivenes que originan los cambios de algunas tarifas reguladas, las distintas mediciones de la tendencia inflacionaria actual han seguido aumentando gradualmente, en línea con las proyecciones del último *Informe de Política Monetaria*. Ello es congruente con un cierre progresivo de las brechas de capacidad. Es esperable que la inflación mensual exhiba alguna volatilidad en el corto plazo por la incidencia que tienen los fuertes cambios que han tenido los precios de los combustibles. No obstante, la proyección de la inflación en doce meses se mantiene en niveles reducidos durante parte del 2005, ubicándose por debajo de 2% en algunos meses.



La decisión de mantener la Tasa de Política Monetaria en esta oportunidad no modifica la expectativa de reducción pausada del impulso monetario. El Consejo estima que esta estrategia permite alcanzar, en el escenario más probable, una 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 17.50 horas.

JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Vicepresidente

VITTORIO CORBO LIOI
Presidente

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Consejero

MARÍA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera

MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero

NICOLÁS EYZAGUIRRE GUZMÁN
Ministro de Hacienda

JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR
Ministro de Fe (S)



ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION DE POLITICA MONETARIA N° 76
Celebrada el 7 de abril de 2005

En Santiago de Chile, a 7 de abril 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.

Asisten también:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;
Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldívar;
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva;
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;
Gerente de Información e Investigación Estadística, don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Operaciones Monetarias, don Jorge Pérez Etchegaray;
Gerente de Comunicaciones, don Eduardo Arriagada Cardini;
Secretaria Ejecutiva Gabinete de la Presidencia, doña Cecilia Feliú Carrizo; y
Secretario General, don Jorge Court Larenas.

El señor Presidente, da cuenta al Consejo que doña María Eugenia Wagner Brizzi, quien concurrirá a esta Sesión de Política Monetaria, en calidad de Ministra Subrogante, en reemplazo del titular que se encuentra fuera del país, le ha informado que se incorporará a ella a las 16,00 horas, ya que ha debido concurrir a una reunión citada por su Excelencia el Presidente de la República.

Asimismo, informa que ha invitado a esta Sesión al señor Jorge Pérez, con el propósito de tener la opinión de la Gerencia de División Política Financiera, en ausencia del Gerente de dicha División.

I. Fecha Sesión de Política Monetaria del mes de octubre de 2005.

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de octubre de 2005, para el día 11 de ese mes.

II. Exposición.

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

4



En su conjunto, el escenario macro sigue estando en torno a lo previsto en el *Informe de Política Monetaria* de enero, salvo en lo que se refiere a los precios externos relevantes para la economía chilena. En efecto, las desviaciones del precio del cobre y del petróleo respecto de lo previsto hace un par de meses son ya sustanciales, y motivan a modificar al alza el panorama de mediano plazo para ambas variables. Los antecedentes más recientes de actividad confirman el escenario central de enero, con un ritmo de expansión de ésta que sigue siendo robusto, y a la vez más moderado respecto de los períodos de aceleración del primer semestre del año pasado. Las variables que han tenido un comportamiento más dinámico, como la formación bruta de capital y el empleo, presentan una atenuación de la inusual fortaleza mostrada en los trimestres recientes. La inflación, en tanto, más allá de la volatilidad destacada en otras ocasiones, sigue mostrando un suave incremento hacia el centro del rango meta.

Señala el señor Gerente, que en el ámbito externo han continuado sorprendiendo los elevados precios de los commodities, lo que ha provocado un panorama de términos de intercambio más favorable que el esperado a principios de año. En el caso del cobre, se sigue observando un fuerte consumo de las principales economías demandantes del metal y no se descarta que el déficit de producción continúe hacia el 2006. Para el caso del petróleo, también se aprecia un escenario de estrechez. En cuanto al crecimiento, a nivel global sigue siendo elevado, pero principalmente en Estados Unidos de América y algo más débil en Europa y Japón. Por el lado financiero, se espera que continúe gradualmente la normalización monetaria en las principales zonas económicas, en Estados Unidos de América existe un mayor riesgo de una normalización menos gradual y ya se aprecia que las condiciones financieras para economías emergentes no presentan mejoras adicionales.

En los mercados financieros internos también se sigue manifestando la atenuación gradual del impulso monetario en las tasas de interés nominales de papeles del Banco Central, en las condiciones crediticias que enfrentan los distintos agentes y en el crecimiento de los agregados monetarios. De todos modos, estas condiciones siguen siendo muy favorables. El peso en términos reales se ha mantenido en niveles relativamente depreciados, mientras que las tasas de interés reajustables de mediano plazo siguen siendo reducidas, fenómeno que no es fácil de explicar con los antecedentes disponibles hasta ahora. Las expectativas privadas indican que el ritmo de normalización de la política monetaria ha estado dentro de lo esperado, más allá de asuntos de oportunidad mensual, y que dicho ritmo continuaría en los próximos trimestres.

Los datos coyunturales y la información actualizada de Cuentas Nacionales muestran que el ritmo de expansión de la actividad interna continuó siendo robusto, aunque a velocidades menores que las de principios de 2004. En todo caso, no se estima que este cambio en el patrón de expansión de los trimestres pasados modifique de manera sustantiva el escenario contemplado para este año en el *Informe de Política Monetaria* de enero, aunque sí acota el riesgo de que la expansión tome aun mayor fuerza. La demanda interna también muestra tasas de crecimiento sólidas, aunque a un ritmo de expansión menor que a fines del año pasado. En particular, el componente de maquinaria y equipos en marzo dejó de crecer a las fuertes tasas anualizadas—de entre 50% y 100%—que experimentó durante el segundo semestre de 2004. Por su parte, el consumo no ha mostrado una aceleración adicional y la confianza de los hogares se ha resentido algo, probablemente afectada por el reciente incremento del precio interno de los combustibles.

En el mercado laboral ha ocurrido algo similar. Luego del fuerte incremento de la ocupación en el segundo semestre del año pasado, la información de los dos trimestres móviles más recientes muestra una disminución de la velocidad de crecimiento. Por un lado, el empleo en la industria parece estar disminuyendo, y el incremento de la tasa de participación también se ha detenido. Por otro, el empleo en la construcción continúa dinámico, al igual que la ocupación asalariada, mientras las vacantes han dejado de caer. Aunque no es fácil atribuir estas noticias

4



a factores de demanda u oferta, la dinámica del empleo parece ser más una normalización de la tendencia que una desaceleración incoherente con el cuadro macroeconómico. Adicionalmente, el efecto de la reducción de la jornada de trabajo se ha tendido a manifestar con más intensidad en la estructura de horas trabajadas de los ocupados.

La inflación del IPC ha evolucionado dentro de lo previsto, con movimientos mensuales marcados por la estacionalidad y los vaivenes del precio internacional de los combustibles. Más allá de estos fenómenos, las distintas medidas disponibles muestran que los precios continúan aumentando gradualmente y dentro de lo previsto. En todo caso, la inflación anual del IPC tenderá al centro del rango meta más rápidamente que lo previsto en el Informe de Política Monetaria de enero, debido al fuerte incremento del precio del petróleo, fenómeno que, en todo caso, se sigue considerando de carácter transitorio. Los costos laborales han tenido un repunte más intenso. En su conjunto, no se aprecian riesgos significativos de que la inflación se desvíe sustancialmente en el mediano plazo de lo proyectado hace un tiempo.

I.- Escenario Internacional

Durante las últimas semanas se ha mantenido el positivo escenario externo para la economía chilena. La actividad mundial sigue dinámica y, aunque el precio del petróleo se ha sostenido en niveles mayores que los esperados, el precio del cobre ha tenido igual comportamiento. Las condiciones financieras externas continúan favorables, retomando una tendencia de ajuste hacia una situación de mayor normalidad.

Las perspectivas de actividad mundial mejoran marginalmente para el año 2005, y se mantienen prácticamente inalteradas para el año 2006. Ponderadas a la paridad del poder de compras y por socios comerciales, las proyecciones se corrigen al alza en 0,1 punto porcentual el año 2005: 4,3% y 3,7%, respectivamente. Estas correcciones se relacionan con mejores perspectivas para Asia y América Latina. Para el año 2006, las proyecciones se mantienen en 4,2% y 3,6%, respectivamente.

Las perspectivas positivas de crecimiento para los Estados Unidos de América se han respaldado en los indicadores de las últimas semanas, en especial los de producción industrial, sector manufacturero y servicios. La recuperación del empleo, a su vez, seguiría apoyando el consumo. La nota de cautela la sigue poniendo la trayectoria del déficit en cuenta corriente, que alcanzó a 5,7% del PIB el año 2004 y a 6,3% del PIB en el cuarto trimestre.

El panorama de crecimiento de la zona euro no da señales de recuperación. Más aún, al ya debilitado panorama de Alemania e Italia, podría sumarse Francia, que recientemente ha mostrado un debilitamiento en el consumo. En Japón se revisan al alza las proyecciones de crecimiento para el año 2005, reflejo de indicadores de actividad y confianza más positivos. Asimismo, el sector corporativo muestra una mayor fortaleza. El sector externo, sin embargo, registra menor dinamismo.

El precio del petróleo aumentó hasta mediados de marzo, asociado a expectativas de mayor demanda de combustible en el mundo, a lo que se sumaron condiciones climáticas adversas en el hemisferio norte. Reportes positivos de inventarios de crudo hacia fines de mes, y expectativas de un mayor ritmo de aumento de tasas de interés en los Estados Unidos de América, revirtieron esta alza. Así, el precio de barril promedió US\$ 53 en marzo. Para el mediano plazo, los agentes han incorporado en sus estimaciones costos de producción más elevados, lo que hace aumentar significativamente las proyecciones para el año 2005 y el año 2006: US\$ 48 y US\$ 42 el barril, respectivamente.



El precio del cobre se mantuvo relativamente estable durante marzo, promediando US\$ 1,53 la libra. Este precio está apoyado por señales de una fuerte demanda de las principales economías consumidoras, lo que se une a una lenta respuesta de la oferta. No se descarta que el año 2006 el mercado nuevamente tenga un déficit de producción, por lo que el precio se mantendría alto los próximos meses. Ello sugiere revisar de forma considerable las proyecciones para el año 2005 y el año 2006: US\$ 1,42 y US\$ 1,23 por libra, respectivamente.

Las tasas de interés en los mercados financieros desarrollados han continuado aumentando. En los Estados Unidos de América, el bono a diez años cerró marzo con una tasa de interés de 4,6%, apoyado en positivos indicadores de actividad industrial y consumo. Se sumó, esta vez, la incipiente preocupación por mayores presiones inflacionarias. Ello se encuentra en línea con la lectura del último comunicado de la Reserva Federal y registros de inflación más altos, medidos por el Índice de Precios al Productor y el IPC, durante los últimos meses. El rendimiento del bono a diez años en euros se ha mantenido relativamente estable en alrededor de 3,7%, pues persisten las dudas en torno a la recuperación de la economía europea.

Respecto de tasas de interés de política, la Reserva Federal continuaría con un proceso gradual de aumento, aunque la velocidad del ajuste es mayor que la esperada hace unas semanas, ubicando la tasa de interés en 4,0% a fines de 2005 (+50 puntos base respecto de lo esperado antes). En la zona euro, las dudas sobre el desempeño de la actividad y una inflación que se sitúa en torno al objetivo, señalan que el proceso de normalización de tasas no se iniciaría antes del cuarto trimestre de 2005.

En relación con paridades internacionales, si bien el dólar se mantuvo estable durante casi todo marzo, detrás de los movimientos registrados por esta moneda hay varios factores presionando en distinto sentido. Hacia la última semana la divisa se apreció en línea con los ya mencionados indicadores de actividad de los Estados Unidos de América y las expectativas de tasas de interés asociadas a presiones inflacionarias. No obstante, en el mediano plazo se mantienen presiones tendientes hacia una depreciación del dólar ligadas al déficit de cuenta corriente de esta economía.

En los mercados emergentes, las condiciones de financiamiento se mantienen positivas aunque, en línea con la esperada normalización de condiciones financieras en los mercados desarrollados, se ha comenzado a observar un incremento en los costos de financiamiento para estas economías. Las tasas de interés de largo plazo en dólares y los premios soberanos aumentaron. Aún así, continúa siendo atractiva la emisión de deuda, reflejada en positivas colocaciones de bonos de economías emergentes.

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

El Vicepresidente, señor De Gregorio consulta que se entiende por escenario macroeconómico. Agrega que, en su opinión, se entendería que ello sería la actividad económica, pero no existe una partida en los puntos destacados de que también hay desviaciones respecto a la inflación. Señala el señor Vicepresidente, que está pensando, fundamentalmente, en el precio del petróleo respecto del Informe de Política Monetaria.

Sobre el particular, el Gerente señor García, señala que el punto del efecto inflacionario del petróleo se ha visto compensado en la inflación del IPC por otro tipo de movimientos a la baja en tarifas, incluso si se aprecia la inflación del IPC, del IPCX y del IPCX1, está siendo muy similar a la que se advertía hace tres meses atrás. No obstante, indica que indudablemente el precio del petróleo es un elemento a considerar.

240



El Vicepresidente, señor De Gregorio, consulta la razón por la cual el Banco Mundial está hablando de un crecimiento mundial de 3,3%.

A lo anterior, el señor Presidente hace presente que el Banco Mundial no usa paridad. Agrega, que éstas son las proyecciones que se tienen hoy día, y hay un sesgo importante hacia abajo por los altos precios del petróleo. Señala que todas las proyecciones van a venir hacia abajo con una probabilidad del 99%.

El señor Presidente consulta si existen otros comentarios respecto al escenario externo.

La Consejera señora Ovalle, sobre este punto, hace presente que tiene dos preguntas que formular, la primera de ellas es respecto del efecto que ha tenido el precio internacional del petróleo sobre la inflación externa relevante de Chile. La segunda, es si las modificaciones de los supuestos de precio del cobre y del petróleo han modificado la proyección que se tiene en los términos de intercambio, es decir, lo que se ha dicho antes, que para el 2005 iba a ser menos 5% y menos 2,7% para el 2006.

En respuesta a la consulta de la señora Consejera, el Gerente de Análisis Macroeconómico, señor García, indica que respecto a los términos de intercambio, este escenario de precios de los commodities revisa, por lo menos al alza este año en alrededor de 4 puntos porcentuales. Agrega que en la reunión pasada teníamos una caída para este año de los términos de intercambio de alrededor de 5 puntos porcentuales, ahora sería de alrededor de 1 punto porcentual.

En cuanto al efecto de la inflación externa de Chile, el señor García señala, que el efecto de la inflación esperada hacia delante en cada moneda no ha sido muy significativo. O sea, no es un elemento que se aprecie como muy significativo o que sea distinto a lo que se tenía hace un par de meses atrás.

En segundo lugar, señala el señor García, el dólar también ha mostrado un cierto fortalecimiento, lo cual acota en parte el efecto inflacionario de este mayor precio del petróleo, entonces, diría que no existe, más allá del efecto que tiene esto en los IVUMS de combustibles, no se vea que hayan efectos adicionales de magnitud que se agreguen a eso.

El Consejero señor Jorge Desormeaux, señala que sobre el comentario del flujo de capitales hay que ser algo más cuidadosos, porque le da la impresión de que ese influjo de capitales hacia países emergentes está muy concentrado en el Asia. En efecto, si miramos la evolución de las monedas latinoamericanas, la sensación que existe es que poco de eso ha llegado a la región y, por lo tanto, la caída que se ha presentado también va a tener poca incidencia. Agrega, que las consecuencias más bien van por el lado de los spreads y los mercados de deuda.

El Consejero señor Marfán señala que cuando se dice que algo aumentó o algo bajó, es respecto de algún período en particular que debe ser especificado. Por ejemplo, agrega, cuando se dice que prácticamente todas las monedas se depreciaron respecto del dólar, se debe señalar de cuál período se está hablando.

4



El Gerente de Análisis Macroeconómico le indica al Consejero, señor Marfán, que la referencia es respecto a la última reunión.

A lo anterior, el Consejero señor Marfán desea agregar un comentario que se hace en el texto de la Minuta que se entregó para esta reunión. Hace presente que allí se indica que el peso se habría apreciado en términos nominales, pero también se dice que el tipo de cambio real se depreció. Entonces, se está refiriendo a momentos del tiempo distintos. Le parece que hay que ponerse de acuerdo bien en los tiempos. Esto es, si el punto de referencia es la reunión anterior, o que se diga explícitamente a qué período se está refiriendo, para que no se preste a confusión.

Agrega que aprovecha de decir de paso, que en su opinión no corresponde que en ese documento escrito que después pasa a ser importante para efectos del Acta, se haga un juicio respecto de que el peso ya estaba depreciado o que se depreció en términos reales desde un nivel que ya estaba depreciado. Señala que tiene la impresión que esos son juicios que hemos evitado pronunciar para un lado o para otro, porque tienen efectos de mercado y que en la minuta no debería aparecer.

El señor García, señala que desea efectuar una aclaración. Efectivamente en el documento a que hace referencia el Consejero señor Marfán, en cuanto a la depreciación del tipo de cambio real es incorrecta y se presta a confusión. Esa depreciación ocurrió el mes pasado respecto a los primeros meses del año. No ocurrió adicionalmente entre marzo y abril. Agrega que justamente, ese es un punto que se presta a confusión y que se va a corregir.

El Presidente señor Corbo consulta cual es el precio del petróleo que tiene World Economic Outlook (WEO), del Fondo Monetario Internacional, para este año, y cómo se compara con el que tenemos nosotros, porque WEO tiene un supuesto precio del petróleo para este año que usan ellos, y cómo está con el que aparecerá en la prensa en los próximos días.

El Gerente de Análisis Internacional, señor Lehmann, en respuesta al comentario del Presidente, señala que, en todo caso, la proyección que se tiene en esta reunión se encuentra dentro del rango. El WEO está más menos en un nivel similar. Le parece que cabe destacar que para efectos de largo plazo hay revisiones también significativas, en alguna reunión, un par de meses atrás, hablamos de un precio del petróleo en torno a 30 dólares, hoy día más bien el grueso de los bancos de inversión, también en este supuesto de trayectoria del precio del petróleo, supone un precio de largo plazo en torno a US\$ 5 por sobre ese nivel, ya que los costos de extracción serían más altos que los que se estimaron en su momento.

II. Mercados Financieros.

Tasas de interés de instrumentos del BCCH.

El Gerente de Análisis Macroeconómico continúa su exposición en lo que se refiere a los mercados financieros señalando que las tasas de interés de los documentos nominales de mediano plazo del Banco Central de Chile aumentaron significativamente desde la reunión de marzo. Algo más tenue fue el incremento de las tasas de los bonos reajustables (Bonos Reajustables del Banco Central). Las tasas de interés de los bonos en pesos aumentaron hasta 30 puntos base: 4,5%, 5,3% y 6,0% a dos, cinco y diez años, respectivamente. A su vez, las tasas de interés de los bonos reajustables del Banco Central (BCU) aumentaron levemente: 2,2% a cinco años, y 2,7% a diez. Sólo las tasas de interés de los PDBC cayeron, ubicándose



muy de cerca de la tasa de política monetaria. Esto puede ser explicado por la normalización de los requerimientos de Reserva Técnica.

Desde la reunión de marzo, la compensación inflacionaria implícita en los documentos nominales muestra un leve aumento, con lo que se ubica en torno a 3% ($\pm$ 25 puntos base, dependiendo del plazo). Las expectativas obtenidas de las encuestas a las mesas de dinero anticipan inflaciones de 2,65% y 2,8% a uno y dos años plazo, respectivamente (+20 y +15 puntos base respecto de la anterior reunión).

A diferencia de lo que ocurría los meses previos, la pendiente de la actual curva *forward* aumentó comparada con la de la reunión de marzo, dando cuenta que los agentes esperan una normalización más rápida de la política monetaria. Así, la estructura de tasas de interés es coherente con un incremento de la tasa rectora de 55 puntos base a junio, con un total de 125 puntos base en los próximos seis meses y de otros 85 puntos base en los seis meses siguientes. Comparada con las expectativas vigentes para la reunión anterior, la trayectoria de la curva actual entrega un aumento mayor a diciembre de este año (4,2% en marzo, frente al 4,3% actual) y aún superior a diciembre de 2006 (5,3% en marzo, frente al 5,6% actual).

Agregados monetarios.

En marzo, los agregados monetarios tuvieron tasas de crecimiento anual menores a las de los meses previos: 15% el M1A, 21% el M2A y 9% el M7. Con esta variación la desviación de los residuos de la proyección habitual de dinero (de corto y largo plazo) se corrigen de manera importante este mes. Al revisar los componentes de los agregados, se aprecia que se mantiene la estabilidad en el crecimiento anual de los depósitos a plazo (23%) y las variaciones anuales negativas de las letras de crédito hipotecario (-11%) y documentos del Banco Central de Chile (-7%). Sin embargo, los documentos del Banco Central de Chile aumentan casi 7% mensual durante marzo. Las Administradoras de Fondos de Pensiones, en particular, se han comportado distinto del promedio, liquidando documentos del Banco Central de Chile e incrementado sus inversiones de activos en el exterior. En términos de velocidades la del M1A cae hasta -2%, mientras las del M2A y M7 se mantienen en 16% y 5%, respectivamente.

Condiciones de crédito y financiamiento.

La deuda bancaria registró en marzo un crecimiento anual de 15%, variación similar a la del mes anterior. Los créditos a personas presentan tasas de crecimiento anual del orden de 22%, con lo que su velocidad cae respecto de lo observado en febrero (desde 23% a 15). La tasa de interés promedio ponderada de los créditos de consumo cayó 280 puntos base en marzo, situándose en 24%. Sin embargo, corregida por estacionalidad, muestra un aumento respecto de febrero. Las tasas de interés de las letras de crédito hipotecario en UF se ubican en niveles similares comparadas con los meses anteriores: con duración de 5 a 6 años, clasificación AA y tasa facial entre 4% y 5%, promediaron 3,7% en marzo, mientras las con tasa facial entre 5% y 6% promediaron 4,4%.

La tasa de crecimiento anual de la deuda bancaria de las empresas fue menor a la del mes anterior: 12% en marzo, lo que significa una caída de la velocidad. Este resultado se debe a la menor expansión de las colocaciones comerciales y de comercio exterior: 10% y 14%, respectivamente. La tasa de interés promedio ponderada de los créditos comerciales fue de 9% en marzo, cifra que refleja el aumento de la tasa de política monetaria de los últimos meses.

44



La colocación de bonos sigue estancada, como es habitual durante los primeros meses del año. Sin embargo, entre los anuncios para el resto del año, destaca una colocación destinada a obras de infraestructura, por UF 16 millones.

Bolsa

Desde la última reunión, el IPSA ha continuado registrando incrementos, alcanzando niveles por sobre 1.950. Con ello, acumula un aumento desde la reunión de marzo de 1,2% medido en pesos y 1,1% en dólares. Las cotizaciones en la bolsa estuvieron influenciadas por noticias en el ámbito interno, relacionadas a la OPA de Cencosud y al término del período de entrega de los resultados del cuarto trimestre de 2004. El índice bursátil MSCI —agrupa las principales bolsas del mundo— registró una disminución de 3,6%, desde la última reunión a la fecha. En tanto, los índices bursátiles de los Estados Unidos de América estuvieron afectados negativamente por la incertidumbre que generaron las presiones inflacionarias y por el alza que decretó la Reserva Federal sobre la tasa. Con ello el *Nasdaq* disminuyó 3,6%, mientras que el *Dow Jones* lo hizo en 4,0%.

Los volúmenes transados durante marzo aumentaron fuertemente, promediando \$ 50.700 millones diarios, 77% más que en igual período del año pasado.

Tipo de cambio

Desde la última reunión, la paridad peso/dólar se ha caracterizado por una mayor estabilidad respecto de los meses previos, cotizándose entre \$ 585 y \$ 590 por dólar. Esta trayectoria equivale a una variación del tipo de cambio nominal de 0,1%, a la fecha.

Simultáneamente, la mayoría de monedas relevantes para el comercio internacional chileno se depreciaron frente al dólar estadounidense, con lo que la paridad peso/dólar se apreció frente a canastas de monedas: 1,1% y 1,6% para TCM y TCM-5. Si se excluyen las economías dolarizadas, la variación es 1,6%.

El diferencial de tasas de interés interna y externa nominal se mantuvo prácticamente constante.

El TCR de marzo se situó en 101,5%, lo que significa una variación de 2,0% respecto de febrero, cifra similar ligeramente inferior a la variación del tipo de cambio multilateral. Por su parte el TCR-5 aumentó 2,4%. El valor del tipo de cambio real estimado para abril, se ubica en 100,5%.

III. Demanda y Cuentas Externas

Los datos acumulados del primer trimestre indican que la demanda interna reduciría su velocidad de expansión respecto de los trimestres previos, aunque en términos de su tasa de crecimiento anual ésta sería mayor que la de los períodos anteriores.

- 24



Consumo y existencias

En marzo, las expectativas de los consumidores descendieron respecto del mes anterior, ubicándose levemente por debajo de lo considerado neutral (49,4% según el IPEC de Adimark). Todas las categorías del índice tuvieron descensos respecto de febrero, y no se descarta que el incremento en el precio de los combustibles esté teniendo efectos en estos resultados.

Consumo habitual

En los primeros meses de este año, los indicadores parciales de consumo habitual continúan aumentando en términos de su velocidad de expansión, aunque su tasa de crecimiento anual es menor.

Consumo durable

En enero y febrero, el comportamiento de los indicadores parciales de bienes de consumo durables fue disímil. Descontando los efectos estacionales, las ventas de automóviles continuaron aumentando respecto de los meses previos, mientras las ventas de bienes de consumo durable (Cámara Nacional de Comercio) se redujeron levemente. De esta forma, la categoría automóviles mantiene velocidades de expansión elevadas, mientras las ventas de consumo durable (Cámara Nacional de Comercio) redujeron fuertemente su velocidad.

Se continúa observando una importante acumulación de existencias. La relación de existencias acumuladas en el 2004 alcanzó a 1,1% del PIB nominal, con lo que las existencias no cobre, respecto del PIB; son similares al último período de expansión fuerte de la demanda agregada, en 1997.

Lo anterior concuerda con el IMCE que a marzo muestra que todos los sectores continúan mostrando niveles de existencias mayores que los deseados.

Formación bruta de capital fijo

En marzo, las expectativas empresariales de producción medidas por el IMCE disminuyeron respecto del mes anterior (-3,1 puntos), aunque siguen mostrando percepciones optimistas (más de 50). Salvo construcción, que se mantiene inalterado, todos los sectores presentan una reducción en sus expectativas. Destaca el menor optimismo en minería (-13,7 puntos) — aunque todavía muy por sobre los 50 puntos— por peores perspectivas de precios y producción.

Las proyecciones para la Formación Bruta de Capital Fijo del primer trimestre de 2005 se mantuvieron respecto del mes anterior. Lo mismo sucedió con el crecimiento del componente de maquinarias y equipos (41% de la Formación Bruta de Capital Fijo), lo cual es coherente con el comportamiento de las internaciones de bienes de capital (95% de M&E) que incluso registran una menor velocidad de expansión en marzo.

Por otro lado, se sigue esperando que el crecimiento del componente construcción y obras de ingeniería (51% de la Formación Bruta de Capital Fijo) aumente respecto de trimestres anteriores.

4



La rentabilidad de los negocios recogida de las Fecu del cuarto trimestre de 2004 muestra nuevamente un aumento (de 13,9% a 14,6%). Esto, fue explicado, principalmente, por las empresas relacionadas con los recursos naturales, particularmente las mineras —con una rentabilidad anualizada que superó el 40%— y cuyo aumento más que compensó la menor rentabilidad del sector forestal. Este último destacó por ser el único cuya rentabilidad anualizada disminuyó (14%, comparada con 18,9% el trimestre anterior). Asimismo, el comportamiento de este sector es el que explica la menor rentabilidad del sector exportador, a pesar del importante aumento del sector industrial. Al mismo tiempo, se observa una reducción en la carga financiera de las empresas respecto del mismo trimestre del año anterior.

Política fiscal

En febrero el balance presupuestario acumulado en doce meses del Gobierno Central llegó a 3,2% del PIB. Este resultado se dio en un contexto de mayor crecimiento tanto de los ingresos presupuestarios (22,6% anual) como de los gastos presupuestarios (5,1% anual) respecto del mes anterior.

Entre los ingresos destacan: tributarios (13,9% anual) y cobre bruto (485,6% anual), los cuales aportan 23,5 puntos porcentuales del crecimiento. Entre los gastos sobresalen: personal (6,7% anual) y subsidios y donaciones (6,3% anual), los cuales explican 3,1 puntos porcentuales del crecimiento. La inversión pública, en tanto, aumentó su crecimiento en relación con enero (7,4% anual).

Respecto del avance sobre lo presupuestado, a febrero los ingresos y gastos alcanzaron a 18% y 13,6%, respectivamente, ambos en línea con el promedio histórico.

Sector Externo

Exportaciones

En marzo, las exportaciones alcanzaron a US \$3.511 millones (16,3% anual). Aunque con algunas correcciones sectoriales al alza, para el primer trimestre de 2005 se continúa esperando un menor crecimiento de los quantum y precios que en el trimestre anterior.

Importaciones

En marzo, las importaciones alcanzaron a US\$ 2.569 (26,7% anual). Continúan destacando los altos valores alcanzados por las importaciones de bienes de capital y de consumo. Para el primer trimestre se sigue esperando un menor crecimiento de los volúmenes.

En febrero, la cuenta de capital y financiera registró ingresos netos de US\$ 246 millones, equivalentes a US\$ 77 millones si se excluyen los activos de reserva. Este resultado fue producto de flujos positivos de inversión directa (US\$ 468 millones) y activos de reserva (US\$ 169 millones), parcialmente contrarrestados por egresos netos de otra inversión (US\$ 228 millones), inversión de cartera (US\$ 141 millones) e instrumentos financieros derivados (US\$ 22 millones). Destaca el nivel negativo de la otra inversión —inferior al del mes precedente— que se obtuvo por aumentos de activos, principalmente moneda y depósito, contrarrestados parcialmente por incrementos de pasivos —explicado por los préstamos—. En los flujos sectoriales, destacan los egresos netos de agentes institucionales y bancos (US\$ 188 y US\$ 177 millones, respectivamente) por inversión de cartera y otro capital, y los flujos positivos de

4



empresas y personas (US\$ 477 millones) por inversión directa y de cartera, parcialmente compensados por egresos en créditos comerciales, que son parte de otra inversión.

El señor Presidente, consulta sobre otros comentarios respecto de mercados financieros y demandas y cuentas externas.

El Consejero señor Marfán, señala que le parece interesante, que la curva forward para lo que resta de este año no contempla cambios respecto de la reunión de Política Monetaria anterior. Los cambios de la curva forward son para el año 2006 no para el año 2005, en cambio la encuesta sí tiene un cambio importante para este año. La tasa de política monetaria se ubicaría en un 4% en diciembre.

El Gerente de División Estudios, señor Rodrigo Valdés, señala que no tiene certeza si la curva forward que se analiza tiene más datos que la que se repartió hace dos días. La que se repartió tiene la característica que señala el Consejero señor Marfán, pero menos acentuada que la que se muestra en el gráfico que se presenta. Le parece que habría que chequear exactamente si se trata del mismo número.

En cuanto a demanda agregada el Consejero señor Marfán señala que, salvo que se tenga algo muy fuerte en inventarios, si cae el consumo privado el resto de la demanda es puro inventarios.

El Gerente señor García, confirma lo anterior, indicando que ello es así y de hecho las cifras de inventario para el año pasado aumentan en torno a $\frac{1}{2}$ punto del PIB, la estimación de algunas existencias del año pasado y esa tendencia es muy fuerte hacia fines de año y continúa la estimación para el primer semestre.

A lo anterior, agrega el consejero señor Marfán, que si aumentaron los inventarios del año pasado, entonces en éste tendrían que aumentar mucho para que se corrija hacia arriba la demanda interna.

El señor Rodrigo Valdés señala que el patrón anual de la acumulación de inventarios es muy empinada. Agrega que hacia fines del año pasado existe un aumento mayor de inventarios de lo esperado y entonces se empinó la velocidad en la acumulación de éstos.

El Consejero señor Marfán consulta sobre los datos de consumo durable y su velocidad.

El Gerente señor Pablo García señala que las velocidades son bastante altas. Indica que, por ejemplo, las ventas de autos nuevos están creciendo al 40% anualizados. Y los datos de consumo durable de cuentas nacionales muestran un incremento, al cuarto trimestre del año pasado, de 20% anualizado. Agrega que la única cifra que ha mostrado una caída en el margen ha sido las ventas durables de la Cámara de Comercio, pero que también venían creciendo al 15 – 20% en los últimos meses.

- LP



El Consejero señor Marfán comenta, que para bienes de consumo durables, variaciones de 20% ó 40% resultan normales. Indica que por la naturaleza de ese tipo de bienes se sabe que son sumamente volátiles. En todo caso, no le parece que estás cifras permitan concluir que se está encaminado a un boom de consumo.

Agrega el señor Rodrigo Valdés que al ver el panorama completo de actividad se desprende que la sensación que estábamos en un boom o crecimiento excesivo ha ido decayendo y piensa que ello se puede ir descartando del escenario base.

IV. Actividad y empleo

Los antecedentes más recientes de actividad confirman el escenario central de enero, con un ritmo de expansión de ésta que sigue siendo robusto, a pesar que se ha moderado respecto de los períodos de aceleración del primer semestre del año pasado. Por sectores, la información de actividad industrial de febrero dispuso las dudas de una desaceleración de ésta que se plantearon el mes pasado, al mismo tiempo que se confirmó el dinamismo del sector comercio. La minería, en cambio, tuvo un desempeño menos favorable, pero ligado a elementos que por ahora se evalúan como transitorios.

Luego de la desaceleración detectada en la información de enero, la actividad industrial recuperó su dinamismo en febrero, aunque su tasa de crecimiento anual sigue siendo inferior a los valores de fines de 2004.

Por sectores, la producción de las ramas asociadas al sector exportador creció solo 2,7% anual, aunque fuertemente influida por el desempeño de sectores específicos. Las ramas ligadas al consumo interno crecieron por sobre el agregado de industria (5,3% a/a) y la producción destinada a la inversión creció 1,5% anual. En ambos casos se mantienen los niveles registrados el trimestre previo.

Comercio continuó en febrero con su trayectoria creciente, superando el 8% anual. En minería, el crecimiento anual de la producción de febrero se redujo respecto de meses previos. Este hecho es considerado transitorio, toda vez que se debió a que en una empresa del sector se alargó el período de mantención de sus plantas.

Para el primer trimestre, se estima que la actividad creció entre 5,5% y 6% anual. Este crecimiento sería inferior al incluido en el escenario base del Informe de Política Monetaria, por menores aumentos estimados en industria y comercio. En el caso de la industria, se debió a información efectiva del trimestre, en especial la de enero, y fenómenos puntuales.

Mercado laboral

Según la información del Instituto Nacional de Estadísticas para el trimestre móvil finalizado en febrero de 2005, el empleo total, descontada estacionalidad, no tuvo cambios respecto del trimestre móvil anterior. El crecimiento anual, en tanto, llegó a 3,2%, equivalente a 180 mil puestos de trabajo.

Por categoría ocupacional, se observó un nuevo aumento del empleo asalariado desestacionalizado. La mayoría de los nuevos puestos asalariados se crearon en el sector de construcción y comercio.

14



Por rama de actividad económica, el empleo ligado al sector construcción continuó expandiendo su tasa de crecimiento en doce meses. La ocupación industrial, por su parte, registró una caída en doce meses (-2,8%) y un descenso importante respecto del trimestre móvil anterior, descontando efectos estacionales. La información proveniente de la Sociedad de Fomento Fabril corrobora esta dinámica, aunque es menos acentuada.

La tasa de desempleo nacional se situó en 7,6% (0,2 punto porcentual mayor que la de igual trimestre del año pasado). Eliminados factores estacionales disminuyó a 8,5%. Cabe mencionar que este descenso se dio en jóvenes y mujeres, no así en la población primaria, donde se mantuvo relativamente estable en torno a 6,8%. La fuerza de trabajo, por su parte, se mantuvo constante tanto en hombres como en mujeres.

Las vacantes de trabajo para marzo, descontando estacionalidad, mantuvieron niveles altos, con un crecimiento en doce meses de 2,5%.

La información de expectativas del mercado laboral de los empresarios continuó en niveles optimistas durante marzo. Los hogares, luego de un importante pesimismo registrado en febrero, recuperaron niveles de confianza respecto de la evolución del desempleo en los próximos doce meses.

La información del Instituto Nacional de Estadísticas sobre horas trabajadas, muestra que en el trimestre móvil finalizado en febrero la distribución de los trabajadores ya refleja de manera evidente la aplicación de la reducción de jornada. A diferencia de la información de enero, los trabajadores se concentran mayoritariamente en el tramo entre 0 y 45 horas trabajadas mensualmente. Para los trabajadores ocupados, el incremento de la proporción de personas en el tramo 0-45 horas, respecto del trimestre móvil finalizado en febrero de 2004, fue de 25%, cifra que se incrementa a 35% si se considera solo a los trabajadores ocupados asalariados.

El señor Presidente, consulta sobre comentarios respecto de actividad y empleo.

La Consejera señora María Elena Ovalle formula una consulta, en el sentido si era posible establecer preliminarmente el efecto de la reducción de la jornada laboral en la actividad y en la inflación en este primer trimestre del año, porque considerando que la medida de la reducción de la jornada laboral, como lo indica la minuta, acompañada para esta reunión, había tenido un impacto en las horas trabajadas.

El Gerente señor García estima que eso es muy difícil de detectar, pero la variable clave que habría que tratar de observar es qué ocurre con la productividad en el primer trimestre de este año, si la despeja de todos los fenómenos que la afectan y en eso, obviamente es donde está la dificultad. Agrega que lo que sí se observa, en lo concreto, es que el costo del valor unitario han dejado de caer y de hecho está aumentando ligeramente. Pero por el lado de productividad medida, todavía no se observa un cambio de tendencia muy brusco en el primer trimestre, donde sí se observa un incremento de la remuneración nominal debido a que se mantuvo constante a nivel mensual y por lo tanto por hora trabajada ha estado subiendo. El efecto de mayor costo laboral unitario estaría concentrado en mayores remuneraciones por hora y no en un efecto negativo por el lado de la productividad.

hp



Le parece que no habría efecto en actividad sino que quizás en una trayectoria de costo laboral unitario algo más fuerte, pero, es muy temprano todavía para evaluar el impacto hacia delante, porque de todas maneras nuestro escenario de proyección de enero consideraba un incremento de los costos laborales unitarios en el curso de este año y el próximo, hacia niveles en torno a la meta de inflación, entonces, es posible perfectamente que lo que estamos viendo hoy día corresponda a esa tendencia y no al efecto del cambio de jornada.

El Consejero señor Jorge Desormeaux señala que le parecería conveniente que el Gerente de División de Estudios o el Gerente de Análisis Macroeconómico, nos ilustrara respecto de cómo visualizan el fenómeno energético, no solamente por el tema del petróleo, sino también por el abastecimiento de gas, ya que, aparentemente existen noticias distintas de las que se habían previsto.

El Gerente de División Estudios, señor Rodrigo Valdés señala que se está trabajando material para el Informe de Política Monetaria en este tema, y la sensación existente es que el problema es más grave de la percepción que teníamos internamente hace dos meses, por el aumento de los cortes de gas en la red de Santiago de magnitudes que no se vieron el año pasado y que afectan directamente a industrias en Santiago. Por lo tanto existe un elemento de preocupación de que los cortes efectivos han sido más grandes.

Lo segundo es que hacia delante hay alta incertidumbre respecto de si esto persistiría o no, lo que depende de múltiples factores.

El Presidente señor Corbo comenta que de las publicaciones de prensa se deduce que la reacción a la ley eléctrica ha sido muy favorable desde el punto de vista de incentivo a la producción. La pregunta es cuanto se demora en producir sus efectos. Le parece que si son tres años debemos tenerlo en cuenta para el 2006 y 2007. Si se demora menos puede que se resuelva el problema energético en menos tiempo.

El Consejero señor Marfán, interviene sobre el tema de crecimiento del producto potencial y el cierre de brechas. Sobre el particular señala, que llevamos varios meses, un tiempo largo por suerte, con tasas de crecimiento y percepción de crecimiento que está por arriba del producto potencial, entonces el hecho que haya aparecido como punto destacado ese tema en esta oportunidad, le parece que obedecería a que existen novedades. Hay un tema que está muy complicado en torno a la brecha, por que todo apunta en la dirección que el nivel del producto potencial estaría más alto de lo que percibíamos y que, por lo tanto, para las mismas tasas de crecimiento del producto interno bruto efectivo la brecha sería más ancha y no más angosta, aún cuando se sigue reduciendo pero de desde un nivel más ancho, y le da la sensación que estaría creciendo también algo más rápido que lo que percibíamos hace un mes atrás, y que por consiguiente la velocidad de cierre de la brecha que estaríamos percibiendo en esta reunión de política monetaria, señala no tener ninguna opinión a priori para pensar que sea mayor que la velocidad a la cual percibíamos que se estaba reduciendo hace un mes atrás.



El Gerente de División Estudios señor Valdés, menciona que no era el propósito indicar algo distinto de lo que se había señalado antes sino que en vez de usar la expresión que las holguras de capacidad se siguen cerrando se habla que éstas crecen más que el PIB potencial. Agrega, que un punto muy importante es que el nivel del PIB con las nuevas cuentas resultó ser mayor. Mecánicamente, a un mismo nivel de PIB potencial se habrían tenido brechas más bajas. Ahora indica, hay que analizar cuánto aumentó este potencial y eso va a ampliar la brecha. Si se suman las dos cosas no se atrevería a decir que el escenario de brechas sea muy distinto al escenario anterior.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor García, interviene para señalar que hace un par de semanas atrás cuando se recibieron la primera revisión de las cuentas trimestrales, nuestro escenario del informe para recordar en términos gruesos, era un crecimiento del tercer trimestre del año pasado muy fuerte del 8%, del orden de 7% el cuarto y después en torno a 5% para el primero de este año, en velocidad, con la revisión de cuentas lo que se apreció fue que en realidad la desaceleración ocurrió bastante antes, entonces la economía no creció entre 7% y 8% el segundo semestre sino que creció entre 5% y 6%, a eso se agrega el dato de enero de industria que podía dar la señal de que quizás la economía está desacelerándose a una velocidad bastante más fuerte, eso generalmente no ocurre debido a que con nuestras nuevas revisiones de crecimiento para el primer trimestre que la economía está creciendo entre 5% y 6% en velocidad, industria repuntó, si uno quita minería la economía está creciendo en torno a 7% eso lleva a que si uno quiere no respecto a la reunión pasada lo que puede haber sido una primera percepción de los datos nuevos, las brechas se siguen cerrando.

V. Precios

En marzo, el IPC tuvo una variación mensual de 0,6%, cifra que fue de 0,5% para el IPCX y 0,7% para el IPCX1. Así, el incremento en doce meses del IPC llegó a 2,4%, mientras el del IPCX se situó en 1,8% y el de IPCX1 en 1,7%.

En este mes, las mayores alzas se registraron en Educación y Recreación (2,5%), en Vestuario (1,0%) y en Transportes (0,8%); menores aumentos presentaron los grupos Alimentación (0,4%), Vivienda (0,2%) y Salud (0,2%). Por su parte, no mostraron variación Equipamiento de la Vivienda y Otros.

En enero el Instituto Nacional de Estadísticas aplicó un cambio en la metodología de cálculo del IPC. Éste, consistió en la reponderación del servicio telefónico fijo y celular, disminuyendo la ponderación del primero y aumentando la del segundo. El ajuste se realizó completamente sobre la inflación de marzo, por lo que el IPC resultó del orden de 0,15 puntos porcentuales menor a lo que se habría verificado de no producirse este cambio. La medición del IPCX también se vio afectada por esta modificación, aunque en una magnitud algo mayor.

Considerado lo anterior, la proyección de IPC incluida en el escenario base de la reunión anterior prácticamente no tuvo diferencias respecto de lo estimado, aunque por rubros se dieron resultados disímiles, en especial en vivienda, transporte y educación. El IPCX también resultó algo mayor de lo esperado, producto, principalmente de las diferencias en tarifas. El IPCX1, en tanto, fue algo menos de 0,1 puntos porcentuales inferior de lo estimado, por efecto de menores reajustes en los servicios de educación, factor que se considera permanente.

Respecto de la velocidad de incremento de la inflación, los vaivenes de tarifas y combustibles siguieron afectando al IPC e IPCX. El IPCX1, en tanto, mostró un incremento en su velocidad, que ahora se sitúa por sobre el 2% anualizado.

24



Todas las medidas alternativas de inflación subyacente, esto es, el IPCX2 y las medias podadas del IPC, IPCX e IPCX1, presentaron trayectorias al alza, continuando con la tendencia de meses anteriores.

En marzo, se observó un aumento de los ítemes que suben de precio en contraposición a los que bajan. Al mismo tiempo, disminuyó fuertemente los que no cambian de precio.

El índice de precios al productor (IPP) tuvo una variación anual de 11,4% en marzo (15,2% el mes anterior), considerados los precios con correspondencia en el IPCX1 la variación llegó a 2,2% (2,0% el mes anterior).

Márgenes

La mayoría de las medidas de márgenes tuvieron incrementos de acuerdo con la última información conocida. Por un lado, en marzo la relación IPCX1/IPP tuvo un incremento y, por otro, los datos de márgenes operacionales totales y del comercio obtenidos de las Fecu también aumentaron en el cuarto trimestre de 2004. La medida de márgenes de durables incluidos en el IPC e IPM tuvo un descenso en marzo, coherente con la depreciación del peso.

Costos laborales

En marzo, tanto la tasa de crecimiento anual del costo de la mano de obra total como la del CMOX, aumentaron significativamente respecto de meses previos (4,0% y 3,4%, respectivamente).

Respecto de los costos laborales unitarios, la tasa de crecimiento anual del CLU total aumentó, aunque sigue en cifras negativa. Descontando servicios comunales, sociales y personales, EGA y minería (CLUX), se aprecia un incremento similar, aunque en este caso pasa de valores negativos a positivos.

El señor Presidente, consulta sobre comentarios respecto de los precios.

Con respecto a los cambios de medición efectuados por el Instituto Nacional de Estadísticas, el señor Gerente de División Estudios, señor Rodrigo Valdés, señala que se está tratando como un shock tarifario.

El Consejero señor Marfan, señala, que le parece que sería muy complicado que el Banco Central de Chile apareciera en su Minuta y, posteriormente en las cifras que se publican poniendo un IPCX y un IPCX1, diciendo que va a mantener las ponderaciones de antes. Le parece que para efectos de esta reunión hay que tratarlo como una cosa interna y pensar como se maneja públicamente el tema.

Le parece, que si se llega a la conclusión, que desde un punto de vista metodológico, que este cambio es correcto y que está en la frontera de lo que corresponde hacer estadísticamente para poder medir, habría que evaluar como se incorporan en nuestras medidas de IPC, IPCX e IPCX1, ya que no hacerlo significaría que nuestras mediciones tendrían un sesgo a sobrestimar la inflación.

H



El Presidente, señor Corbo, señala que la postura oficial del Banco Central de Chile tiene que ser que las cifras de inflación las produce el Instituto Nacional de Estadísticas, y esas son las cifras. No puede aparecer ningún documento público nuestro en un sentido distinto. Informa también que en la mañana tuvo una conversación con el Director del Instituto Nacional de Estadísticas, quien le señaló que esta situación fue pre-anunciada cuando prepararon el índice y que están dispuestos a tener una reunión de trabajo para explicar lo que hicieron. Insiste en que el Banco Central, como Institución, no puede cuestionar lo que hace el Instituto Nacional de Estadísticas.

El señor Valdés agrega sobre este tema, en primer lugar, que el IPCX que calculamos va a ser igual al del Instituto Nacional de Estadísticas. No existe ninguna discrepancia hasta el IPCX porque en realidad tenemos la misma metodología de ellos y ahí sí se da simplemente un pequeño cambio de ponderación que implícitamente estamos también adoptando. Lo segundo, es qué hacemos con el IPCX1. Señala que sería partidario de pensar bien que queremos hacer y darnos el tiempo necesario para ello. También señala que tiene serias dudas que se haya hecho bien el empalme, aún cuando se acepte que en realidad es bueno hacerlo porque vamos conociendo una nueva canasta en el tiempo. Otro aspecto que quiere destacar es un tema técnico, que consiste en nuestro IPCX1, considera a los celulares desde su elaboración porque no eran regulados, lo que sí sucedió en el tiempo, al menos respecto de cargos de acceso. Lo que implícitamente se hace hoy al no modificar el IPCX1 es que la nueva ponderación que crece de celulares la estamos dejando en el IPCX no en el IPCX1 y le estamos sacando ponderación a los teléfonos básicos que sí están desde siempre en el IPCX. Agrega que, implícitamente al no mover el IPCX1 lo que estamos haciendo es traspasar todo lo nuevo y tratarlo como regulado y todo lo antiguo queda igual.

El Vicepresidente señor De Gregorio señala, que comparte la idea. El Instituto Nacional de Estadísticas hizo algo bien y si se equivocó es un tema que hay que discutir cual es la decisión metodológica y contribuir, desde el punto de vista del Banco Central, sin hacer comentarios. Sin embargo, cree que al final del día deberíamos trabajar con los datos del Instituto Nacional de Estadísticas de la manera más sencilla posible.

El Consejero, señor Desormeaux señala que comparte lo expuesto por el señor Presidente, en el sentido que el Banco Central no debe comentar este tema, pero respecto del cambio del Instituto Nacional de Estadísticas entiende que no es solamente un cambio de ponderaciones que podría justificarse y que, probablemente, no se comunicó bien. Agrega, que el economista señor Patricio Rojas explica que la única manera de llegar a entender esas 14 décimas es porque se han modificado no solamente las ponderaciones sino que se ha hecho un ajuste hacia atrás hasta el año 1998, lo que implica reescribir el IPC, y eso es algo bastante grave. Ahora bien, con respecto al manejo que efectuará el Banco Central hace presente que confía plenamente que la Gerencia de División Estudios, especialmente con el IPCX1, va a efectuar la mejor evaluación posible.

Perspectivas de inflación en el corto plazo

El Gerente de Análisis Macroeconómico, señala que, respecto de la reunión de marzo, y en línea con los acontecimientos recientes, se modifica al alza el supuesto del precio del petróleo *Brent*, con precios para el segundo trimestre que pasan desde un promedio de US\$ 44 la reunión anterior a uno cercano a US\$ 51. Para el tercer trimestre, el supuesto también se corrige al alza: desde US\$ 42 a US\$ 48 en promedio. En cuanto a tarifas, dado el comportamiento del precio del diesel, se espera un incremento de \$ 20 en la tarifa de la locomoción colectiva en abril y en mayo, que se revertiría parcialmente entre el segundo y el



tercer trimestre. Este incremento es significativamente superior al estimado el mes anterior. Respecto de las tarifas eléctricas y telefónicas, se espera que los cambios en los decretos tarifarios que las han afectado impacten negativamente las cifras de inflación en abril y positivamente en mayo.

En línea con la metodología adoptada desde diciembre, como base para las proyecciones del IPCX1 se utiliza un promedio entre las proyecciones precio a precio y los resultados a partir de un vector autoregresivo. Así, en abril el IPCX1 tendría una variación mensual de 0,2% (1,7% a/a). A su vez, el IPCX y el IPC tendrían variaciones mensuales de 0,4% y 0,6%, respectivamente (2,0% y 2,7% anual, en orden correlativo).

El nuevo escenario del precio del petróleo se estima afectará la inflación IPCX1 en cerca de 0,1 punto porcentual al tercer trimestre de este año. Pese a lo anterior, las proyecciones para agosto no varían sustancialmente respecto de las incluidas la reunión anterior producto de la menor inflación IPCX1 de marzo que se estima permanente. A su vez, para mediados de año la inflación anual del IPC se ubicaría en 2,4%, valor superior al del escenario base del Informe de Política Monetaria y al de la de Reunión de Política Monetaria anterior, debido al mayor precio del petróleo y a sus efectos sobre tarifas y combustibles. En cuanto al IPCX, su incremento anual sería de 2,2%, cifra superior en 0,1 punto porcentual que la del Informe de Política Monetaria.

El Presidente, señor Vittorio Corbo, suspende la Sesión a las 12,50 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° 76, con la incorporación de la Ministra de Hacienda Subrogante, señora María Eugenia Wagner Brizzi y de la señora Bernardita Piedrabuena Keymer, Asesora del Ministerio de Hacienda.

Se deja constancia que no se encuentra presente en la Sala, la Secretaria Ejecutiva del Gabinete de la Presidencia, señora Cecilia Feliú Carrizo.

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

Al respecto, el señor Gerente de División señala que:

1. En la reunión de política monetaria de marzo, el Consejo decidió mantener la tasa de interés de política en 2,75%. En esta decisión se consideró que la inflación y el crecimiento de la actividad tenían un comportamiento coherente con el panorama previsto en el último Informe de Política Monetaria. Por un lado, si bien las velocidades de expansión instantánea eran algo menores que en meses pasados, el crecimiento era sólido y mayor que el de tendencia, apoyado por un entorno internacional favorable y condiciones monetarias en Chile que continuaban siendo claramente expansivas. Por otro lado, más allá de los vaivenes que originaban los cambios de algunas tarifas reguladas, las distintas mediciones de la tendencia inflacionaria seguían aumentando gradualmente, en línea con las proyecciones. Se comunicó expresamente que la decisión de mantener la tasa de política monetaria en esa oportunidad no modificaba la expectativa de reducción pausada del impulso monetario.



2. La minuta de antecedentes preparada para esta reunión da cuenta de que la marcha de la economía continúa siendo similar a la prevista en el Informe de Política Monetaria, incluyendo un ritmo de crecimiento de la actividad mayor que el crecimiento potencial y una inflación de tendencia que gradualmente vuelve al rango meta.
3. En efecto, los últimos antecedentes disponibles confirman que la inflación de tendencia sigue aumentando gradualmente, más allá de los vaivenes que provoca el alza del precio del petróleo sobre la inflación mensual, tanto por su incidencia directa como a través de las tarifas reguladas. A ello se agrega un aumento en la tasa de crecimiento anual de los salarios y la detención de la caída en doce meses de los costos laborales unitarios. Por su parte, más allá de fenómenos puntuales en algunos sectores de recursos naturales y efectos calendario, el crecimiento de la actividad continúa sólido. Al mismo tiempo, la atenuación de las inusitadas tasas de expansión instantánea que exhibían el empleo y las importaciones de bienes de capital en meses pasados, así como la moderación de las expectativas de hogares y empresas, hacen menos probable el escenario de riesgo de crecimiento muy por encima del escenario central. Las mayores diferencias con respecto al escenario base se siguen dando en los precios del cobre y del petróleo, que se han mantenido por encima de lo proyectado, lo que motiva nuevas revisiones al alza de sus trayectorias esperadas.
4. Con estos antecedentes, las opciones a analizar son aumentar la tasa de política monetaria, en una magnitud a evaluar, o mantenerla en su nivel actual.
5. Al mantener su sintonía con el último escenario de proyecciones, los antecedentes acumulados son coherentes con mantener la estrategia de normalización pausada de la política monetaria iniciada en septiembre pasado. Un escenario de crecimiento por encima del escenario central —que se analizó a fines del año pasado y que podía justificar un leve aumento del ritmo de normalización— parece ahora algo menos probable.
6. En el otro extremo, las novedades permiten descartar la idea de reducir el ritmo de normalización. Las distintas medidas de la tendencia inflacionaria han continuado aumentando gradualmente por más de nueve meses, y la inflación subyacente IPCX1 ha seguido un curso similar al previsto en las proyecciones. Considerando que la política monetaria sigue siendo claramente expansiva, es necesario continuar con su normalización para asegurar el control sostenible de la inflación y del crecimiento. A esto se agregan los inesperadamente altos precios a los que ha llegado el petróleo, que mecánicamente tienen una incidencia sobre el nivel de precios, pero cuyos efectos de segunda vuelta sobre la inflación requieren de especial atención. Si bien estos mayores precios constituyen un *shock* de oferta, cuya respuesta de política puede ser distinta a la de un *shock* de demanda cuando existe credibilidad, es difícil argumentar que debe acompañarse de una política más expansiva.
7. Como se ha analizado en otras ocasiones, la oportunidad precisa de los aumentos de la tasa de política monetaria dependen críticamente de la acumulación de antecedentes. En particular, en esta reunión se justifica aumentar la tasa de política monetaria si se considera que el escenario central se continúa validando y este escenario incluye la gradual normalización de la política monetaria. A esto se suma el mayor dinamismo que exhiben los salarios, los efectos que tienen los mejores términos de intercambio que está enfrentando la economía nacional gracias al mayor precio del cobre, y el hecho de que las tasas de interés en UF de mediano y largo plazo continúan en niveles bajos. Una decisión de este tipo, además, evita arriesgar la necesidad de alzas mayores en el futuro.

12 H



8. En principio, se podría argumentar a favor de mantener la tasa de política monetaria si se ponderara más que la velocidad de crecimiento de la economía ha disminuido en los últimos meses desde niveles elevados, que el PIB de tendencia parece estar creciendo más rápidamente gracias a la inversión y la mayor fuerza de trabajo, y que los costos laborales unitarios continúan bien contenidos, incluso considerando que el crecimiento de los salarios es mayor, pues siguen en niveles acotados. No obstante, como se ha discutido en otras oportunidades, el hecho de que las medidas de la tendencia inflacionaria vayan todas simultáneamente en aumento, no valida la hipótesis de que las holguras sean mayores. Adicionalmente, también se podría justificar la mantención en caso de que se deseara indicar que el ritmo pausado puede incluir pausas más prolongadas que un mes.
9. Respecto del monto del ajuste en la tasa de política monetaria, se estima que la opción más adecuada en esta oportunidad es de 25 puntos base. En efecto, es difícil justificar un alza mayor cuando los riesgos de un escenario de dinamismo "excesivo" han disminuido y las expectativas de inflación se mantienen bien contenidas. Asimismo, se estima que analizar un alza mayor a 25 puntos base, tiene más que ver con la posibilidad de señalar la decisión más probable de la próxima reunión, tema en sí mismo importante. La decisión efectiva, sin embargo, dependerá de los antecedentes nuevos que se acumulen hasta esa fecha, incluyendo el análisis que se realizará para el Informe de Política Monetaria.
10. Finalmente, cabe destacar que para esta reunión todas las encuestas indican una expectativa mayoritaria de alza de 25 puntos base, por lo que un alza de esa magnitud no debería tener consecuencias en la estructura de precios financieros.

El Presidente, don Vittorio Corbo ofrece la palabra para comentarios.

La Ministra de Hacienda Subrogante, señora María Eugenia Wager, señala que desde el tercer trimestre de 2004 el Banco Central ha adoptado una estrategia de normalización pausada hacia niveles más neutrales de la tasa de instancia monetaria. Si bien dicha estrategia apunta en la dirección correcta, es necesario y prudente evaluar en cada reunión, de acuerdo a los antecedentes que se dispongan, la velocidad a la cual esta normalización es conveniente que deba realizarse.

Al respecto cabe señalar dos hechos que ciertamente influyen en el patrón de normalización. El primero de ellos se relaciona a la brecha productiva y a la velocidad a la que ésta se estaría cerrando. La mayor tasa de inversión, el mayor crecimiento de la fuerza de trabajo y la mayor productividad total de los factores en 2004 apuntan claramente a un aumento en el crecimiento y nivel del PIB potencial, el que hoy en día se encuentra por sobre al que se estimaba a principios de este año. Más aún, dada la ciclicidad inherente en la metodología de cálculo del PIB potencial y la reciente desaceleración que se observa en las cifras de producto, no es claro que la velocidad de cierre de la brecha productiva esté siendo rápida. Más bien, los antecedentes apuntan a que es más lenta de lo que se esperaba. Luego, el análisis anterior lleva a pensar que las presiones sobre la inflación derivadas de un supuesto rápido cierre de brechas han disminuido en el margen.

El segundo hecho a señalar se refiere a los efectos del alza del precio del petróleo sobre la inflación y sus expectativas. Si bien un aumento en el precio del crudo provoca un alza directa transitoria sobre el nivel de precios, al mismo tiempo tiene un efecto contractivo sobre la demanda agregada que descomprime las presiones inflacionarias del efecto directo. Al respecto, la evidencia muestra que en los últimos 37 meses la inflación subyacente medida por el IPCX1 no ha sobrepasado nunca el centro del rango meta, mientras que la inflación medida sólo lo ha hecho en 5 oportunidades. Lo anterior sugiere que los efectos contractivos de la demanda del choque petrolero no han sido menores y que han



incidido de forma importante en la evolución de la inflación. Asimismo, los efectos sobre las expectativas inflacionarias han sido escasos, cuestión que queda de manifiesto al observar que éstas han estado reiteradamente en línea con la meta de inflación del 3% del Banco.

En suma, si bien la estrategia de normalización pausada de la tasa de instancia monetaria es la adecuada, la velocidad a la que ésta debiera ir implementándose debe analizarse mes a mes en línea con los antecedentes que se vayan recopilando. En particular, en esta ocasión, cree que sería mejor mantener la tasa de instancia monetaria, si bien estima que podemos vivir con un alza de tasa de 25 puntos base.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que agradece el análisis del staff y comparte que las opciones presentadas en esta oportunidad son las de mantener o elevar la tasa de política monetaria. Agrega que respecto del diagnóstico, coincide en que la principal noticia respecto de la reunión anterior tiene que ver con los precios internacionales del petróleo y del cobre. Respecto de la economía interna, sin embargo, aunque puede decirse que las holguras se siguen reduciendo, no hay información suficiente para cuantificar ni el nivel de las holguras o brechas, ni la velocidad a la que se están reduciendo. En efecto, la evolución de la inversión, del producto y de la fuerza de trabajo recientes, debiera llevar a una revisión relevante de la estimación del producto potencial o de tendencia, de la magnitud de la brecha y de la velocidad a la que se estaría normalizando. Con todo, considerando elementos anteriores, la inflación, según el IPCX1, sigue aumentando paulatinamente y la proyección es que continúa acercándose poco a poco al centro del rango meta. Sobre la base de estos antecedentes cree conveniente mantener el ritmo pausado de normalización de la política monetaria, por ello su voto es por elevar la tasa de política monetaria en 25 puntos base, de manera de situarla en 3% anual. Hace presente también que la estrategia de normalización pausada de la política monetaria que ha venido desarrollando el Consejo arroja señales que se están interpretando cada vez mejor por el mercado, el que mayoritariamente espera en esta oportunidad, un aumento de 25 puntos base en la tasa de política monetaria.

El Consejero señor Jorge Desormeaux indica que al igual que el Consejero señor Manuel Marfán, agradece también el informe de la Gerencia de División Estudios, que le parece muy completo y claro, en cuanto a sus recomendaciones. Agrega que a su juicio, se presenta una economía en que la mayoría de las variables se mueven de acuerdo a lo que se previó en los meses anteriores y, a lo considerado en el Informe de Política Monetaria. Señala el señor Consejero, que la velocidad de expansión de la economía, que en algún momento pareció muy explosiva, se ha moderado, tal como se previó oportunamente y, por lo tanto, ello no constituye una sorpresa. Agrega, que eso se ve reflejado también en el comportamiento de algunas variables que habían mostrado un gran dinamismo, como las importaciones de bienes de capital, el empleo y las expectativas de los hogares. Asimismo, hace presente que las sorpresas han venido por el lado de los commodities, cuyos efectos de segunda vuelta, como se ha dicho, requieren especial atención. También los salarios comienzan a mostrar un mayor dinamismo, y se ha detenido la caída de los costos laborales unitarios. En su opinión, estos antecedentes, sin duda, justifican mantener la estrategia de normalización gradual de la política monetaria que se ha seguido hasta el momento. En consecuencia, indica que teniendo en consideración entonces, que la economía crece de acuerdo a lo previsto, que los términos de intercambio han reaccionado mejor de lo proyectado, que los salarios exhiben un mayor dinamismo y, que el alza del precio del petróleo puede provocar efectos de segunda vuelta, todo lo cual se ha traducido en una clara tendencia creciente para la inflación subyacente, estima que la decisión más apropiada en esta oportunidad es elevar la tasa de política monetaria en 25 puntos base.

24



Agrega, que la opción de mantener la tasa, que podría ser apropiado también dentro de nuestra estrategia, no sería probablemente bien entendida por el mercado y podría ser considerado como un cambio de política por parte del Banco Central. Por eso, vota también a favor de la proposición de subir la tasa en 25 puntos base.

La Consejera señora María Elena Ovalle señala, que de los antecedentes presentados por Estudios, se desprende que continúa consolidándose la positiva trayectoria de crecimiento que exhibe la economía chilena, con una demanda interna en niveles altos y un sector externo favorable, a pesar de la evolución reciente del precio internacional del petróleo. No obstante, en el margen, se ha atenuado el riesgo de una expansión de la actividad mayor a la contemplada en el escenario central del último IPoM.

Por el lado de las condiciones monetarias y crediticias, éstas continúan en niveles expansivos, con una estructura de tasas de interés coherente con el cuadro macroeconómico vigente. En tanto, las noticias provenientes de precios y costos confirman que la inflación de tendencia evoluciona de acuerdo a lo previsto. En particular, las medidas de márgenes y costos laborales muestran, en general, un aumento desde la reunión pasada, confirmando el panorama inflacionario de gradual convergencia al centro del rango meta.

En conjunto estos antecedentes confirman el escenario central para la inflación y el crecimiento considerado en el Ipom de enero, y por lo tanto, siguen validando la estrategia de normalización pausada de la política monetaria. En este sentido, y como se señala en las opciones, concuerdo con que un ajuste gradual de la TPM es la opción más adecuada. En síntesis, considerando: que las medidas subyacentes continúan aumentando gradualmente ya por varios meses, que las expectativas inflacionarias de los agentes continúan ancladas al rango meta, que el mercado mayoritariamente espera un alza de 25 pb en la reunión de hoy, y que una medida preventiva como esta evita ajustes más pronunciados en el futuro, y contribuye a hacer sostenible la trayectoria de inflación y crecimiento, es que vota por un alza de 25 pb en la TPM.

El Vicepresidente señor José De Gregorio señala, que la evolución de la actividad e inflación ha sido consistente con el escenario central del último Informe de Política Monetaria. La evolución de los distintos indicadores de inflación subyacentes indica que la inflación estaría subiendo gradualmente al centro del rango meta. Agrega, que la novedad más importante, a su juicio, ha sido un aumento del precio del petróleo que se encuentra por encima de lo previsto hace algunos meses atrás. Sin embargo, señala, que su impacto inflacionario es limitado, aunque podría resultar, tal como lo indica el Informe de la Gerencia de División Estudios, en una convergencia más rápida de la inflación hacia el centro del rango meta.

Hace presente también, que desde el punto de vista de actividad, se debiera anticipar un impacto acotado del precio del petróleo, en atención a que su incremento ha sido acompañado por mejores términos de intercambio. Dicho lo anterior, no le parece que la evolución más reciente del precio del petróleo haga variar la necesidad de ir retirando pausadamente el actual estímulo monetario. En todo caso, señala el señor Vicepresidente, que el escenario internacional sigue siendo altamente incierto, lo que sin duda puede repercutir en una dirección que actualmente no podrían anticipar, en el timing de futuras alzas de tasa.

A este respecto le parece importante destacar que, si bien se está en un panorama internacional muy auspicioso en materia de crecimiento, los riesgos han aumentado. En primer lugar, tal como se ha discutido en esta reunión, el precio del petróleo constituye una gran amenaza a la economía mundial en el corto plazo. Pero también, le parece que la resolución de los desequilibrios de cuenta corriente de la economía global, es otra fuente muy importante de riesgo, que podría tener negativas repercusiones sobre el crecimiento mundial y



los precios de los activos. Estima que, a pesar de los riesgos que enfrentamos, no existen antecedentes que nos sugieran cambiar el pausado aumento de las tasas de interés, y por ello opina que en esta ocasión debieran subir la tasa de política monetaria en 25 puntos base, de manera de seguir actuando con anticipación al aumento de la inflación esperada dentro del rango meta y, sin sobre-reaccionar a las noticias de corto plazo. Por consiguiente su voto es en el sentido indicado.

El Presidente señor Vittorio Corbo señala que se suma a las felicitaciones ya expresadas, por el muy buen trabajo realizado por la Gerencia de División Estudios. Indica que en la economía nacional, las cifras siguen confirmando un escenario de crecimiento y de inflación similar al presentado en el último Informe de Política Monetaria. En particular, la aceleración en el crecimiento que habíamos observado en el último trimestre del 2004 y los riesgos que enfrenta el mantenimiento de altos precios del petróleo y aquellos que enfrenta la economía mundial hacen menos probable una aceleración del crecimiento interno. De hecho, aunque las proyecciones de crecimiento de la economía mundial presentadas por el staff siguen mostrando un escenario central donde el crecimiento para los años 2005 y 2006 se mantiene favorable, aunque con tasas de crecimiento un poco más bajas que las del 2004, dicho escenario enfrenta riesgos que están principalmente sesgados a la baja. Éstos están asociados al mantenimiento de altos precios del petróleo –y bastante más altos de los utilizados en la mayor parte de las proyecciones- y a un mayor riesgo de un aumento de tasas en Estados Unidos de América por encima del que anticipa el mercado y los principales precios de los activos financieros.

De otra parte, las distintas medidas de inflación subyacente continúan acelerándose en el margen. En paralelo, el pronunciado aumento en el precio del petróleo requiere ser muy cauto para evitar efectos de segunda vuelta en precios distintos de los combustibles. Para esto último, es fundamental la credibilidad de los agentes con respecto al compromiso central del Banco Central con la meta de inflación. Por lo anterior, lo más adecuado es continuar el proceso de normalización de la política monetaria efectuando otro aumento de 25 puntos base en dicha tasa. Por todo lo anterior su voto también es por aumentar en 25 puntos base la tasa de política.

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

76-01-050407 – Tasa de Política Monetaria.

Se acuerda aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base hasta 3% anual.

III. Comunicado

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

La información disponible muestra que el gasto continúa exhibiendo una expansión robusta, en tanto que el crecimiento de la actividad sigue siendo sólido, aunque con una intensidad un poco menor que en trimestres pasados. Este escenario se ve apoyado por condiciones monetarias en Chile que continúan siendo claramente expansivas y por un entorno internacional favorable, pero cuyos riesgos se han incrementado.

24



La información de precios más reciente indica que las distintas mediciones de la tendencia inflacionaria actual han seguido aumentando gradualmente, en línea con las proyecciones del último *Informe de Política Monetaria*. A ello se agrega cierta volatilidad en la inflación mensual, provocada por los aumentos en el precio internacional del petróleo a través de efectos directos y de precios regulados, situación que probablemente se mantenga en el corto plazo.

La tendencia de la inflación y el estímulo monetario actual hacen recomendable aumentar la tasa de interés de política. Este ajuste reduce el riesgo de movimientos abruptos en el futuro y es coherente con el proceso de normalización de la política monetaria y las buenas perspectivas de la economía nacional.

El Consejo reitera su compromiso de ajustar la política monetaria de manera de mantener una trayectoria para la inflación esperada en torno a 3% anual en el horizonte habitual de política de 12 a 24 meses. En el escenario más probable, esto involucra aumentos pausados de la tasa de política."

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17,00 horas.

JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Vicepresidente

VITTORIO CORBO LIOI
Presidente

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Consejero

MARÍA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera

MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero

MARIA EUGENIA WAGNER BRIZZI
Ministra de Hacienda (S)

JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR
Ministro de Fe (S)

por 70



ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION DE POLITICA MONETARIA N° 77
Celebrada el 12 de mayo de 2005

En Santiago de Chile, a 12 de mayo 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:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;
Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldívar;
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;
Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic Marinovic;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva;
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;
Gerente de Información e Investigación Estadística, don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Comunicaciones, don Eduardo Arriagada Cardini; y
Secretaria Ejecutiva Gabinete de la Presidencia, señora Cecilia Feliú Carrizo; y
Secretario General, don Jorge Court Larenas.

Se encuentra también presente, especialmente invitada, la Asesora Macroeconómica del Ministerio de Hacienda, señora Bernardita Piedrabuena Keymer.

Asimismo, el señor Presidente informa que ha invitado a esta Sesión al señor Jorge Pérez Etchegaray, con el propósito de tener la opinión de la Gerencia de División Política Financiera, en ausencia del Gerente de dicha División.

Agrega, el señor Presidente que también, se ha invitado al señor Enrique Orellana Cifuentes, Jefe Departamento Análisis de Coyuntura de la Gerencia de Análisis Macroeconómico y al señor Claudio Soto Gamboa, Economista Senior de la Gerencia de Investigación Económica.

I. Fecha Sesión de Política Monetaria del mes de noviembre de 2005.

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de noviembre de 2005, para el día 10 de ese mes.



II. Exposición.

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

La expansión de la actividad económica y la convergencia de la inflación a 3% siguen encaminadas dentro de lo previsto y, en particular, la trayectoria subyacente de la inflación no ha deparado mayores sorpresas. Las holguras de capacidad se siguen reduciendo, a pesar del mayor crecimiento de tendencia que está mostrando la economía, gracias al incremento tanto de la inversión como de la fuerza de trabajo. El mayor precio del petróleo se ha hecho notar en el precio interno de los combustibles, pero su incidencia en el ingreso nacional se ha visto más que compensada por el alto precio del cobre. El riesgo de un crecimiento mucho mayor del gasto privado se ha atenuado, influido por el efecto del elevado precio del petróleo en el ingreso de los hogares. Así, la economía chilena continúa transitando de manera saludable por la actual etapa expansiva, ahorrando parte del incremento temporal de los ingresos, mientras las principales variables asociadas a actividad y gasto son coherentes con el diagnóstico de repunte cíclico de hace algunos meses.

El escenario de crecimiento mundial esperado para este año y el próximo no ha variado sustantivamente respecto de comienzos de año, aun cuando los riesgos inherentes han aumentado de modo importante. Las percepciones del mercado apuntan a un escenario algo menos positivo, especialmente por la incertidumbre sobre la trayectoria que seguirá el precio del petróleo y sus efectos en la economía mundial. Respecto de esto último, es difícil evaluar con exactitud sus implicancias sobre otras variables, como el crecimiento mundial, la inflación y la política monetaria de las principales economías y, por lo tanto, sobre la macroeconomía chilena. Por un lado, se estima que el incremento del precio responde en parte a una mayor demanda, por lo que se puede interpretar como síntoma de una economía mundial más vigorosa. Por otro, permanece la incertidumbre respecto de la capacidad de respuesta de la oferta en el mediano y largo plazo, lo que ha tendido a elevar los precios de manera más permanente.

La disminución del estímulo monetario en Estados Unidos de América ha continuado, esperándose que prosiga gradualmente en los próximos trimestres. En cualquier caso, la tendencia hacia una normalización más rápida de las condiciones monetarias en Estados Unidos de América no ha producido perturbaciones mayores en los mercados financieros, mientras comienzan a observarse reducciones en los flujos de capitales hacia economías emergentes y los *spreads* soberanos han tendido a incrementarse algo más lento que lo previsto.

Internamente, el crecimiento anual de la actividad ha seguido en cifras entre 5% y 6%, luego de la fuerte aceleración de algunos trimestres del 2004. Los datos coyunturales muestran para el primer trimestre de este año sólidas tasas de crecimiento de la demanda interna. Los datos más recientes sugieren que la inversión en maquinaria y equipos dejó de crecer a las inusualmente altas tasas del segundo semestre del 2004, aunque continúa expandiéndose, en tanto la inversión en construcción ha mostrado más dinamismo. El consumo ha cobrado más fuerza, empujado por la mayor creación de empleos, a pesar de que la confianza de los hogares se ha visto algo resentida, probablemente afectada por el incremento del precio interno de los combustibles.



Las medidas disponibles de acumulación de existencias sugieren que este componente siguió empujando la demanda interna en el primer trimestre de este año. Ello, junto con el dinamismo mostrado hasta ahora por la inversión, apunta en el escenario central a expectativas favorables para el futuro. Sin embargo, dados los niveles actuales de la inversión, no se espera que contribuya significativamente a una aceleración adicional del gasto interno. Se espera que el gasto fiscal aporte más empuje a la demanda interna que en años recientes, lo que está en línea con la regla de superávit estructural.

El crecimiento del volumen de las exportaciones en el primer trimestre ha sido menor que el esperado, lo que está ligado principalmente a los embarques de cobre. La tasa de crecimiento anual de estos últimos resulta menor que la de fines del año 2004, dada la alta base de comparación que resultó de la desacumulación de existencias cupríferas el año pasado.

De esta manera, se espera que la actividad económica crezca durante este año entre 5¼ y 6¼%, con un mayor empuje de la demanda interna que en años recientes, en particular del consumo privado, lo que compensará el menor estímulo por la gradual normalización de las condiciones externas y permitirá una absorción gradual de los actuales niveles de existencias. Las holguras que se observan hoy en la economía, junto con el saldo acumulado en las cuentas externas y el saludable nivel que alcanza el ahorro privado, dan el espacio para que se materialice esta expansión de la demanda interna.

En el mercado laboral se aprecia un crecimiento de la ocupación más coherente con el cuadro macroeconómico actual, con el empleo, particularmente el asalariado, creciendo de manera intensa. Sólo en la industria el empleo sigue describiendo una tendencia plana o declinante. A pesar del desempeño en general positivo de la ocupación, la tasa de desempleo ha descendido más pausadamente por la incorporación a la fuerza de trabajo de personas que previamente se declaraban inactivas.

Se considera que tanto el nivel como el ritmo de expansión de la capacidad productiva han superado las estimaciones previas, pues la información actualizada de Cuentas Nacionales mostró que el PIB se ubicó entre medio y un punto porcentual por sobre lo estimado entre el 2003 y el 2004, y el crecimiento de la fuerza de trabajo y de la inversión han sido significativos. Estos ajustes son acotados porque, por un lado, se evalúa que las mayores tasas de participación en la fuerza de trabajo observadas hoy, tanto de hombres como de mujeres, contienen un componente cíclico. Por otro lado, las actuales tasas de inversión sobre PIB son un par de puntos mayores que las que se puede considerar coherentes con un crecimiento económico de largo plazo del orden de 5%. No se dispone en la actualidad de antecedentes que motiven un cambio sustancial en este escenario de largo plazo.

Se ha continuado atenuando el impulso, aún considerable, de la política monetaria. Ello se aprecia en las tasas de interés de los documentos nominales del Banco Central de Chile, en las condiciones de crédito enfrentadas por diversos agentes y en el comportamiento de los agregados monetarios. Se estima que estos fenómenos son congruentes con el proceso de alzas pausadas de la Tasa de Política Monetaria. Aunque las tasas de interés reajustables se han mantenido en niveles reducidos, una situación similar ocurre a nivel internacional, a la que se agregan algunos posibles factores internos, tales como el aumento de la compensación inflacionaria, el balance ahorro-inversión y la reducción del endeudamiento público neto.



Más allá de los vaivenes de corto plazo, el tipo de cambio real se ha mantenido bastante estable por varios meses, a pesar del mejoramiento de los términos de intercambio, la aceleración de la actividad y del gasto y el proceso de normalización monetaria. En el escenario central, se considera como supuesto de trabajo que el tipo de cambio real se mantendría en torno a los valores de las últimas dos semanas en el horizonte de proyección. En todo caso, no es de extrañar que la paridad nominal del peso respecto del dólar de Estados Unidos de América presente fluctuaciones, las que son inherentes al actual régimen cambiario de flotación y que se ven exacerbadas por los movimientos de paridades internacionales.

En el primer cuatrimestre del año, la inflación del IPC ha evolucionado algo por encima de lo previsto, con movimientos mensuales marcados por la estacionalidad, cambios tarifarios y los vaivenes del precio interno de los combustibles. Éste se ha dejado sentir con fuerza en la inflación anual del IPC durante los tres últimos meses, y continuará haciéndolo en lo que queda del año. Aunque el efecto de las restricciones de gas natural y los cambios en la legislación vigente sobre las tarifas eléctricas sería significativo, su impacto en la inflación global del IPC es limitado por la baja ponderación de estos servicios en la canasta de consumo, mientras que la inflación anual en el corto plazo se ubicará por encima de lo previsto, sobre 2%. Por ahora se estima que el impacto de todos estos fenómenos se transmitirá a la estructura de costos de la economía y a la dinámica inflacionaria de mediano plazo de una forma o intensidad similar a la habitual, lo que requiere en todo caso de un especial monitoreo.

A diferencia de trimestres previos, la inflación subyacente medida por el IPCX1, que excluye tarifas y precios volátiles, no ha mostrado sorpresas de consideración respecto de la proyección de enero. Aunque la tasa de crecimiento anual de los salarios nominales por hora ha aumentado en lo más reciente, la productividad horaria del trabajo también ha mostrado tasas de crecimiento importantes, lo que ha permitido que los costos laborales unitarios continúen estables en la coyuntura.

En su conjunto, el escenario de mediano plazo contiene en la actualidad algo de mayores presiones inflacionarias, asociadas al efecto directo y a una propagación del mayor precio de los combustibles de intensidad similar a la observada en el último tiempo. Si bien la brecha de capacidad hoy se encuentra algo más cerrada, ello se compensa con un menor nivel de costos laborales unitarios por la mayor productividad de años recientes. Adicionalmente, el crecimiento de los costos laborales unitarios en el escenario central es comparable al estimado con anterioridad y, aunque no existen cambios de consideración en el efecto inflacionario de las menores holguras actuales, la progresiva utilización de la capacidad instalada contribuye a una normalización de la tendencia inflacionaria. Si bien la inflación del IPC se ubica algo por sobre el centro del rango meta a 24 meses debido a la trayectoria del precio de los combustibles, ésta converge en pocos meses a 3%.

El señor Pablo García señala que este cuadro macroeconómico permite mantener la expectativas de un ritmo pausado de normalización de la política monetaria, acción necesaria para mantener la inflación anual proyectada en torno a 3%, y cuya velocidad precisa dependerá de los antecedentes que se acumulen en el tiempo. Como supuesto de trabajo, las proyecciones suponen una trayectoria para la tasa de política monetaria consistente con una regla de política congruente con una convergencia de la inflación del IPC a 3%. Esta regla incorpora un desplazamiento leve hacia arriba de manera de lograr que la inflación proyectada a 24 meses no se ubique significativamente por encima de 3%.



Los principales riesgos asociados a la economía mundial tienen relación con el precio del petróleo. Por un lado, existe la posibilidad de que su impacto sobre crecimiento mundial e inflación sea mayor que el previsto, implicando con ello un menor impulso externo. Por otro, es posible que este precio sea sustancialmente distinto del considerado. Se agrega el riesgo, aún latente, de que los ajustes de las cuentas corrientes, tasas de interés y monedas de las principales zonas económicas sean abruptos, afectando la dinámica de la actividad mundial e introduciendo incertidumbre en los mercados financieros. En lo más coyuntural, destaca el riesgo de que el crecimiento de Estados Unidos de América se suavice más rápido que lo previsto, mientras un incremento de las presiones inflacionarias subyacentes podría acelerar el proceso de normalización de tasas de interés de esa economía.

Internamente, se observa un desempeño del mercado laboral y de las existencias que en el escenario base es coherente con un comportamiento más dinámico del consumo privado en los trimestres venideros. De postergarse esta mayor fortaleza del gasto de los hogares, el impulso que muestra la demanda interna puede debilitarse. A su vez, no se descarta que la inversión fija en capital muestre por más trimestres la intensa reacción que ha tenido a las favorables condiciones macroeconómicas. Por otro lado, hasta ahora la reducción de la jornada laboral se aprecia en una caída de las horas promedio trabajadas y en un incremento del costo horario de la mano de obra, el que se espera siga creciendo por sobre la incidencia de las cláusulas de indización en los próximos meses. La magnitud del efecto sobre el nivel de precios, en todo caso, dependerá de la respuesta de la productividad horaria.

Finalmente, el escenario central contempla un efecto acotado de los recortes de gas natural sobre la actividad, principalmente en sectores específicos como la industria y la generación eléctrica, y de magnitud superior a la incidencia del año pasado por el mayor tamaño de los recortes y el alto costo de la sustitución por otras fuentes energéticas. En todo caso, la magnitud concreta de estos efectos dependerá de un número de antecedentes altamente inciertos, tales como el tamaño efectivo de los recortes en lo que queda del año, las condiciones de abastecimiento hidroeléctrico y la evolución del precio del petróleo en los mercados internacionales, entre otros.

En suma, se estima que el balance de riesgos para la actividad está sesgado hacia la baja, mientras que el de la inflación se encuentra equilibrado.

El Gerente de División Internacional, señor Esteban Jadresic formula un comentario respecto a los riesgos de un crecimiento mundial más lento que lo proyectado en el escenario central. Agrega que los riesgos inherentes han aumentado de modo importante respecto a lo que se preveía. Indica, que en la última semana, sin embargo, han aparecido algunos antecedentes que permiten moderar ese comentario respecto a la economía de Estados Unidos de América, de la que el viernes pasado se obtuvieron datos de creación de empleos mejor de lo esperado y que apuntan a un dinamismo que persiste. Además, más recientemente esta semana, se han recibido datos de la balanza comercial de Estados Unidos de América que apuntan a exportaciones creciendo rápidamente y datos de ventas minoristas que también son bastante favorables.

40



El Vicepresidente, señor De Gregorio señala que hay que definir qué se entiende por riesgo. En su opinión, si se consideran solo los datos de actividad, la economía de Estados Unidos de América, tendrá una desaceleración, cuando comience a revertir su déficit en cuenta corriente. Agrega, que mientras más tarde ocurra esa se podría perfectamente decir que “va a ser más severa”. Le parece que la circunstancia que los últimos datos en el margen sean buenos, no necesariamente significa que sean buenas noticias. Asimismo comenta que, lo único que puede ser considerado bastante marginal, es la caída que se produjo esta semana en aproximadamente 7 mil millones de dólares en la balanza comercial, respecto a lo esperado, y que favorece en parte al dólar. A su juicio, el hecho que no haya cifras de actividad que muestren un freno, no necesariamente es una minimización del riesgo, sino que se posterga el riesgo.

El Presidente, señor Corbo, señala que destacaría que en Europa las cifras se han seguido deteriorando, ha caído la producción en Francia, también en Holanda, con caída de PIB. En consecuencia, cree que las cifras de Europa siguen peor, pero comparte el análisis del Gerente de División Internacional, en el sentido que, en el margen, en la parte producción está algo mejor. Asimismo, el señor Presidente concuerda con lo expresado por el señor Vicepresidente en cuanto a que el ajuste va a tener que ser más abrupto en el futuro, salvo esta corrección ya permanente que se aprecia en la balanza comercial. Sin embargo, agrega, continúan los grandes riesgos, y no se sabe cuál será la situación del petróleo. Le parece que siguen los grandes riesgos y que la desaceleración de Europa es más fuerte hoy día que lo que se suponía una semana atrás.

El Gerente General, señor Camilo Carrasco consulta cuáles son las explicaciones que existen para el desplazamiento hacia abajo, que resulta bastante significativo, de la curva de rendimiento.

El Gerente de Análisis Internacional, señor Sergio Lehman, hace presente que ha existido bastante volatilidad en las curvas de rendimiento a largo plazo. Primero, menciona que se observó un movimiento hacia el alza en la medida que se conoció el dato del empleo. Posteriormente, se presentaron movimientos a la baja asociados a los datos de la balanza comercial y, en particular, también, los problemas que derivaron en los *hedge funds*, en los términos de pérdida significativa. Cree que, aparentemente, lo que hubo es una *fly to quality* y eso hizo caer las tasas de manera equivalente al alza que habían tenido a fines de la semana anterior. Agrega, que en los últimos días, en el margen, se ha presentado nuevamente un movimiento más bien hacia el alza de algunos puntos y, en este caso particular, derivados de los datos de ventas al detalle en Estados Unidos de América. De este modo, concluye, se aprecian bastantes fluctuaciones en la tasa a largo plazo, en torno a 4,2%, aproximadamente.

El señor Ministro de Hacienda, indica que, para poner las cosas en perspectiva, hoy día la tasa está a 4,21% habiendo llegado a 4,20%, o sea, que estamos hablando de un curso de revaluación relativamente más modesta de la actividad, y que puede haber existido una pequeña noticia ascendente a un punto base. Estima que hay que calificar la magnitud de lo que se dice. En segundo lugar, destaca la fuerte caída en el precio del petróleo por señales de desaceleración de la demanda china. En tal virtud, cree que se puede decir que la última semana ha constituido un panorama de reversión en lo agregado. También, algo más bien mixtas en Estados Unidos de América, en Europa, y peor en China.

1p



Interviene el señor Jorge Pérez para recordar que a comienzos de año la expectativa de alza de tasa en Estados Unidos de América era mucho mayor que ahora, la cual era entre 4% y 4,25%. Señala que hoy día está alrededor del 3,75% a fines de año, lo que puede explicar lo que ha pasado.

El Presidente, señor Corbo, hace presente que también se espera un menor crecimiento en los Estados Unidos de América, en comparación con hace 3 ó 4 meses atrás.

En cuanto al tema de los mercados financieros, el señor Ministro de Hacienda señala que la denominación "presión inflacionaria", es adecuada y que se le denomina así para diferenciarla de lo que podrían ser expectativas inflacionarias. En este sentido, concuerda en que hay que tener un poco de cuidado con identificar ambos elementos.

Al señor Ministro, le parece que la intervención sobre este fenómeno tiene que ver más con un problema institucional. Indica que ciertamente no es un problema de la UF en el corto plazo, porque si ello fuera así se habría observado una cierta apertura entre el BCU5 y el BCP5, que no se daría en el mismo grado entre el BCU10 y el BCP10. No obstante, agrega, que las evidencias de la apertura entre el BCU10 y el BCP10 es mayor a la de 5 años. Estima, que claramente no es un problema asociado con la trayectoria de más corto plazo. Lo que el Ejecutivo ha podido constatar es que se han producido dos cambios institucionales importantes, que no han sido plenamente absorbidos por el mercado. El primero de ellos, es el cambio de la Ley de Rentas Vitalicias y, el segundo, el cambio en las tablas de expectativas de vida que, a su parecer, habrían gatillado un desplazamiento en la demanda por instrumentos reajustables de cobertura para las compañías de seguro, lo que habría hecho bajar sus tasas. Asimismo, se pregunta por qué si esa compensación inflacionaria inicial originada por el desplazamiento de la demanda de instrumentos reajustables largos, excede la expectativa inflacionaria, por qué los agentes no arbitran y comienzan a comprar BCP10 y por tanto baja la tasa. Le parece que eso de hecho se está produciendo, pero que no habría por qué suponer que ese ajuste sea instantáneo.

El Vicepresidente, señor De Gregorio, indica que le parece una discusión interesante. Señala que siempre se ha tenido presente que el efecto UF, explica cierta parte de dichos diferenciales, produciendo distinto impacto si se trata de títulos a 5 o 10 años. Agrega que el aumento en la compensación inflacionaria ha sido más fuerte en 10 años, de manera que se podría pensar que la tasa más larga está cayendo, lo que puede tener que ver con factores que, en general, y a raíz de la discusión del informe de estabilidad financiera, generen una estrechez de oferta de papeles.

El Presidente, sobre este mismo tema indica, que esto se examinó con detalle en el IPOM, y la conclusión básica fue que casi un 80% de la baja se explica por el arbitraje internacional en esas tasas.

4



El señor Gerente de División Estudios, comenta que el planteamiento del señor Ministro de Hacienda es muy válido, en términos que la demanda no la conocemos muy bien. Agrega que si la composición de la demanda está cambiando más hacia UF o es más intensiva a demanda, ciertamente explica eso. Lo que si se ha constatado es que el efecto de la oferta relativa de papeles es estadísticamente significativa, económicamente poco relevante y, lo más importante, que la composición de papeles en los últimos tres meses, básicamente, no ha variado. Por lo tanto, señala el señor Valdés, no se puede hacer un caso de explicar algo cuando no ha variado.

El señor Ministro de Hacienda, interviene para indicar que el punto que ha planteado es de validez transitoria. Agrega que si uno tiene un shock en la demanda de papeles, en la composición, ello podría producir que los precios relativos se desvíen por algún tiempo. Le parece que, evidentemente, si los agentes no están de acuerdo con que la presión inflacionaria coincide con sus expectativas, van a comprar BCP. El punto que plantea es que, probablemente, esto no es instantáneo. Si la brecha continuara, señala, entonces podríamos pensar que, a menos que se produjeran nuevos cambios en la estructura de la oferta y la demanda, todo lo demás constante, se podría pensar que, probablemente se ha producido algo más de cierre en las expectativas, pero de lo contrario, porque tampoco el análisis del arbitraje internacional debiera ser válido.

El Vicepresidente, señor De Gregorio, señala que hay otro fenómeno que quisiera agregar que también complica, consistente en que desde febrero de este año la tasa de BCP5 ha estado subiendo y la tasa de BCP10 cayendo.

El señor Ministro agrega que, dada la enorme magnitud del erario fiscal, es muy necesaria la coordinación entre la Tesorería General de la República y la Mesa de Dinero del Banco Central de Chile.

El Gerente de Operaciones Monetarias, señor Jorge Pérez, sobre esta materia indica que ha habido una coordinación y se han esterilizado las contracciones que ha hecho el Fisco y otras, lo cual ha obligado al Banco Central a disminuir la colocación de títulos de créditos de corto plazo, afectando el cumplimiento de la reserva técnica. Agrega, que en el resto de los papeles de mediano y largo plazo se ha mantenido el mismo ritmo de colocación desde cuando el Fisco empezó a colocar los BTU.

En lo que se refiere al comportamiento de los bancos en el mercado monetario, el señor Jorge Pérez señala que así como hay aspectos normativos para explicar las tasas en UF, como el alargamiento en plazos de las compañías de seguro, también, por ejemplo, los créditos de consumo han aumentado muy fuerte y se han ido alargando. Por otra parte, los bancos tienen un desbalance entre sus pasivos largos y se están fondeando más cortos. Señala que quién paga las tasas más elevadas del mercado monetario son los cuatro bancos más grandes. Las cuentas corrientes en el país desde diciembre a la fecha han aumentado 6% y las cuentas corrientes que tienen los bancos reserveros, los bancos más grandes de la plaza, han aumentado 27%, en mayo 2005 respecto al promedio durante 2004. Lo anterior muestra una mayor concentración de las cuentas corrientes en estos bancos y su impacto en la reserva técnica.



El Presidente, señor Corbo, señala que el Banco Central ha tomado acciones la semana pasada para acercar la tasa interbancaria a la tasa de política monetaria y agrega que con dichas medidas la tasa se irá moviendo en esa dirección.

El Gerente General, señor Camilo Carrasco, en relación con esta materia, señala que independientemente de las explicaciones, está claro que se estuvo varias semanas más desalineados que lo habitual entre la tasa interbancaria y la tasa de política monetaria. Ahora bien, agregó que el Banco tomó acciones, sin embargo, después del anuncio la tasa interbancaria se vio más desalineada. Por lo anterior, se pregunta si, de acuerdo a las medidas que se tomaron y lo que se ha conversado con el mercado, va a ser posible en las próximas semanas alinear la tasa interbancaria con la tasa de política monetaria.

El señor Jorge Pérez, en respuesta a dicha consulta señala que se trata de satisfacer toda la demanda de liquidez, la oferta monetaria en mayo en curso, en promedio diario, entre decisiones discrecionales de repo y swaps, más las facilidades, se expandió más de \$ 1.000.000 millones. Agrega que esa misma liquidez la han depositado en reserva técnica para compensar la disminución de papeles de corto plazo aplicables a dicha reserva.

Agrega que la situación específica planteada por el señor Gerente General, tiene que ver con que frente a la expectativa de alza de tasa en la reunión de política monetaria, los bancos prefieren encajarse al 3%, porque si no ocurre el incremento esperado, no tienen problema y, si sube la tasa están encajando barato, y por ello prestan a tasas elevadas en el mercado interbancario para que les compense lo mencionado precedentemente. Agrega que, hoy día había un vencimiento de swap por \$ 1.225.000 millones y los bancos tienen que disponer de los pesos para pagarlo antes de renovarlo, entonces también frente a la posibilidad de que no le devuelvan los préstamos, ellos no prestaron en el mercado interbancario ayer, lo cual también tiende a elevar la tasa interbancaria. La expectativa es que gradualmente la abundancia de liquidez hará que la tasa interbancaria tienda a converger con la tasa de política en un par de semanas, junto a la mayor oferta de pagarés elegibles para constituir reserva técnica.

El señor Presidente comenta que se continúan efectuando acciones para lograrlo, pero debe considerarse que este shock que se produce también en otras economías, cuando hay reuniones de política monetaria, en el sentido que también la interbancaria a veces se desalinea.

En todo caso, el señor Presidente señala que el comentario formulado por el señor Gerente General es perfectamente válido, de manera que corresponde seguir examinando lo que suceda.

El Vicepresidente, señor De Gregorio, comenta también que hay efectos financieros, o sea, que en la práctica se funciona con una tasa más alta. Le parece que resulta fundamental lo que ha planteado el señor Gerente General, en el sentido de si efectivamente le están creyendo al Banco que será capaz de mantener esa tasa.

En cuanto a demanda agregada, el señor Ministro consulta si se tiene alguna explicación para la brecha gasto producto tan amplia, en el contexto de un producto que más bien tiende a moderarse.



El Gerente de Análisis Macroeconómico, respondiendo al señor Ministro, expresa que esta situación se ha visto desde varios ángulos. Por una parte, si se estima la relación esperada entre demanda interna nominal, PIB nominal y precios relativos como términos de intercambio real, no se ve nada extraño en lo que se está presentado en esta reunión, en términos de nivel. Por lo tanto, los niveles de la demanda interna del PIB, del tipo de cambio real y los términos de intercambio son coherentes y son coincidentes con el superávit de cuenta corriente que se vio el año pasado de alrededor de 1,5% del PIB. Una interpretación es que, en realidad, lo que estamos viendo hoy día, con crecimiento de la demanda interna de dos dígitos, con un componente importado muy significativo, en realidad es la respuesta de la economía a que el tipo de cambio se apreció fuertemente entre fines de 2003 y principios de 2004, y esa apreciación se está viendo en la evolución de la demanda y el PIB en los últimos cuatro trimestres.

El señor Ministro de Hacienda agrega a lo ya expuesto, que el efecto composición es una posible explicación. Una demanda liderada por la inversión, vis a vis un ciclo liderado por el consumo, debiera tener distintos comportamientos en términos de la brecha gasto producto. Cree que el año 1987 y el año 1988 fueron dos años también de demanda liderada por la inversión, y habría que observar si se produjo esta apertura.

El Gerente de División Estudios señala que hay una parte también de shock de oferta de algunos sectores particulares. En la minería no hay un crecimiento muy grande, y se suman cosas que tienen incidencia baja, pero de magnitudes muy grandes en lo que está pasando, como la pesca y la generación eléctrica y eso también algo explica esta situación. Agrega que quizás si se va a distintos sectores, el puzzle de verdad es por qué la industria está creciendo tan lento con esta demanda.

El Vicepresidente, señor De Gregorio interviene para señalar que la diferencia entre el crecimiento del gasto y el PIB tiene mucho que ver con el crecimiento de maquinaria y equipo porque hay un boom de inversión y hay que importarlo.

El Consejero señor Desormeaux, estima que el nivel de existencias es alto, y puede ser, perfectamente, que éste sea no más un desfase entre la producción y niveles de existencia que son muy altos. Agrega, que el sector que acumula existencias por naturaleza es, precisamente, el sector industrial.

El señor Gerente de Análisis Macroeconómico señala que, en primer lugar la brecha grande entre crecimiento de la demanda y el crecimiento del PIB empieza a generarse justamente después de la apreciación del tipo de cambio real de fines del 2003. En segundo lugar, le parece que si el tipo de cambio no se hubiera apreciado se habría tenido un superávit en cuenta corriente aún mayor, del orden de tres puntos del PIB.



El Consejero señor Marfán, comenta que se estaría en el punto alto de la curva Jota invertida. Asimismo señala, que el año pasado, para el primer trimestre, cuando se corrigieron los deflatores cambiaron todas las cifras, entonces, en su opinión, tampoco haría un análisis demasiado fino mientras no se tengan cifras algo más definitivas, ya que en verdad se puede llegar a conclusiones que son puramente estadísticas y no necesariamente del comportamiento real de los agentes. De todas maneras, le parece que el aspecto más fundamental es que hay algo que está ocurriendo con los inventarios no mineros, no de exportación, y que no se tiene todavía una interpretación acabada de ello porque faltan antecedentes. Agrega, que no descarta la posibilidad de que sea un aumento no deseado de inventario.

El señor Ministro de Hacienda comenta sobre este punto, indicando que si la inquietud del Banco, en relación con la apreciación cambiaria en doce meses es cierta, significa que la economía da holgura por el lado de la cuenta corriente, tiene capacidad de absorber un fuerte incremento de la inversión sin que tensione el aparato productivo y eso le parece que es una buena noticia. Sin embargo, por la parte de los inventarios puede ser preocupante, ya que puede ser que se hayan constituido inventarios, esperando una demanda que después no se materializó y eso sea un indicador de que la función va a caer posteriormente.

El señor Presidente señala, que en el factor de riesgo se ha considerado así, y que se sabe que están altos, lo que puede ser anticipo también de otros indicadores que muestran que está creciendo el empleo, están creciendo los salarios, y entonces pueden estar anticipando una expansión de consumo.

El Consejero señor Desormeaux, hace presente que una posible hipótesis es que haya habido un optimismo muy grande respecto a la evolución del consumo y que el alza del precio del petróleo moderó la expansión de éste y las empresas se quedaron con niveles de inventarios más elevados.

El Gerente de División Estudios, señor Rodrigo Valdés, señala en cuanto a los escenarios de riesgos que el IPOM indica que en el frente externo hay varios riesgos petroleros en general y, sobre todo, el efecto del aumento del petróleo sobre la dinámica que sigue para adelante, el tema de la desigualdad de las cuentas corrientes, de los balances de ahorro en el mundo, y que también se habla de un riesgo de que la tasa en Estados Unidos de América también pueda subir algo más rápido, por el aumento que hemos visto de la inflación subyacente. Indica que esos serían principalmente los riesgos en el lado externo. Por el lado interno, se reconoce que el escenario macro supone que el consumo sigue tomando fuerzas, y que, por lo tanto, ese es un elemento clave para que se materialice este efecto de gastos que suponemos, porque el nivel de inventarios y el nivel de inversión de capital fijo no debiera soportar crecimientos mucho mayores si es que no se da el aumento de consumo. También menciona que existen dudas de que si de verdad se va a desacelerar esta inversión imaginaria de equipos, ya que la verdad es que se viene suponiendo que se va a desacelerar trimestre a trimestre y continúa a una fuerte velocidad. Asimismo, agrega que existen dos temas bien puntuales que son el gas, que se supone que tiene un efecto bastante marginal en el poder macro, pero que hay una incertidumbre muy grande en el tamaño de los cortes, las incidencias de esos cortes y; por otra parte cuál va a ser el efecto final, que probablemente nunca sea posible de medir con precisión, del cambio de jornada en el nivel de precio, el que suponemos que tiene un efecto mínimo. Indica, que las proyecciones no tienen por ese lado una gran sorpresa y que el balance de riesgos que se ha discutido con el Consejo hasta ahora es que la balanza de riesgo sería equilibrada por la inflación y negativo para el crecimiento.



Señala el Consejero señor Marfán, en relación a la tasa neutral, que a lo mejor no es 7,5% sino que más baja. Tal vez lo que está demostrando esto es que las decisiones han sido correctas y el modelo más bien tiene un sesgo a sobrestimar la política económica para adelante que recomienda una trayectoria y el Consejo ha estado por debajo de eso.

El señor Ministro de Hacienda interviene para señalar que la decisión que el Consejo va a tomar hoy día, claramente, va a mostrar que el ritmo de normalización de la política monetaria se está acelerando. Hace presente, que en los últimos cinco meses el Consejo habrá subido tres o cuatro veces la tasa de política, según si deciden hacerlo hoy día o no, contra dos que se efectuaron en los cinco meses inmediatamente anteriores. En consecuencia, se está hablando de una duplicación del ritmo de normalización, frente a datos en que los últimos cinco meses del año pasado fueron claramente de un cierre más rápido de las brechas, que durante estos cinco meses. Toda la evidencia que se ha presentado muestra una economía en torno al 5,5%. Agrega, que cree que el producto potencial está bastante más cerca del 5,5% que lo que el Banco tiene, pero cualquiera sea la hipótesis nadie pensará que se ha desacelerado desde el segundo semestre del año pasado a esta parte sino que, por el contrario, se ha acelerado y, por tanto, el ritmo de cierre de las brechas también se ha desacelerado.

Entonces, agrega el señor Ministro de Hacienda, la única forma de entender este cambio de estrategia, de una duplicación de velocidad, tiene que ver con lo que decía el Vicepresidente, señor De Gregorio, que detrás de esto hay un reconocimiento de que la estrategia de los últimos cinco meses del año pasado estuvo *back low*, excesivamente *back low*, y que ahora, por tanto, se tienen que poner a tiempo y hacerla fuertemente *front low* para no quedarse atrás, en base a lo que dice el modelo, ya que en base a lo que dice la realidad es que la economía si ha desacelerado algo y que hay riesgos por el lado de la economía internacional claros, por el lado de la economía nacional algunos como el problema de los inventarios y por el lado de la inflación, más allá del problema de Frenabus, no tenemos novedades en el último tiempo. No es muy comprensible el por qué el Consejo toma una estrategia tan marcadamente *front low*, tan claramente distinta a la que tuvieron los 5 meses antes, por las incertidumbres que tenemos sobre la economía mundial y la economía nacional.

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° 77.

Se deja constancia que no se encuentra presente en la Sala, la Secretaria Ejecutiva del Gabinete de la Presidencia, señora Cecilia Feliú Carrizo.

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

4



Al respecto, el señor Gerente de División señala que:

1. En la reunión de política monetaria de abril, el Consejo decidió aumentar la tasa de interés de política en 25 puntos base a 3%. En esta decisión se consideró que, más allá de cierta volatilidad en la inflación mensual, provocada por los aumentos en el precio internacional del petróleo, las distintas mediciones de la tendencia inflacionaria seguían aumentando gradualmente. Por su parte, el gasto interno continuaba exhibiendo una expansión robusta, mientras el crecimiento de la actividad mostraba una intensidad un poco menor que en trimestres pasados. Este escenario era apoyado por condiciones monetarias en Chile que continuaban siendo claramente expansivas y por un entorno internacional favorable, pero cuyos riesgos se habían incrementado.
2. Los antecedentes acumulados desde la última reunión muestran que las condiciones externas se mantienen favorables, aunque al igual que el mes pasado se aprecian focos de incertidumbre más marcados. Los precios del petróleo y del cobre han descendido marginalmente en las últimas semanas desde sus elevados niveles, pero dentro de lo esperado en el escenario central del mes pasado.
3. Respecto de las condiciones internas, el crecimiento de la actividad sigue siendo sólido, por encima del PIB de tendencia, aunque con bastante diversidad sectorial y confirmando un ritmo de expansión menos intenso que durante el primer semestre del 2004. Sorprendió la debilidad relativa del crecimiento industrial, que se ha compensado con el mayor empuje de comercio y construcción. La demanda interna ha seguido creciendo a tasas elevadas, con una inversión fija que sigue expandiéndose con vigor y aparentemente con mayor acumulación de inventarios y crecimiento del consumo. Las cifras del mercado laboral han vuelto a mostrar mayor fortaleza. Los indicadores de expectativas han decaído algo, pero se mantienen positivos para empresas y algo por debajo del nivel neutral para las familias, probablemente influidos por las noticias del sector energía.
4. Las condiciones financieras internas siguen siendo claramente expansivas, lo que se aprecia en el alto crecimiento de los agregados de crédito y dinero. Cabe destacar, además, la disminución adicional de las tasas de interés en UF de mediano y largo plazo.
5. Con respecto a los precios, la inflación mensual del IPC resultó dos décimas por encima de lo proyectado, mientras que el IPCX1 estuvo dos décimas por debajo. A pesar de esto último, la mayoría de las medidas de la tendencia de la inflación sigue aumentando gradualmente. El aumento de los salarios, por su parte, se compensa con la mayor productividad del trabajo. Las medidas de inflación esperada a distintos plazos se ubican cerca de 3%, con la compensación inflacionaria a 5 y 10 años por sobre esa cifra.
6. De acuerdo con las proyecciones preparadas para el Informe de Política Monetaria, el cuadro de progresivo cierre de brechas y aumento gradual de la tendencia inflacionaria continuará en los próximos trimestres. La propagación del *shock* del precio del petróleo y la utilización de las holguras de capacidad —que se copan hacia fines del horizonte de proyección— explican el aumento esperado de la tendencia inflacionaria. En particular, se proyecta que el PIB crezca 5,7% este año y 5,5% el próximo, mientras que la inflación se proyecta en 2,5% a 12 meses y en 3,2% a 24 meses, en una trayectoria convergente a 3%. Todo ello bajo el supuesto de trabajo de un aumento gradual de la tasa de política monetaria. Suponiendo que se mantiene fija la tasa de política monetaria hasta el segundo semestre, ello involucraría aumentos sucesivos (en todas las reuniones) durante dos a tres trimestres, para recién después seguir un patrón pausado.

EL 14



7. Con estos antecedentes, las opciones que parecen más plausibles para esta reunión son aumentar la tasa de política monetaria en 25 puntos base o mantenerla en su nivel actual.
8. La principal justificación para aumentar la tasa de política monetaria es el escenario central de proyecciones. En efecto, este cuadro incluye una normalización pausada de la política monetaria, necesaria para mantener una convergencia de la inflación a 3% en el horizonte de política, convergencia que en este caso incluso se proyecta que ocurrirá algo más allá del horizonte de política. La necesidad de normalización refleja que la política monetaria es todavía claramente expansiva y que las holguras de actividad se copan en los próximos dos años. Aunque siempre es posible postergar esta normalización de la tasa de política monetaria, en el escenario central ello involucra que hacia delante sea más difícil tener pausas y eleva el riesgo de tener que realizar movimientos más abruptos en el futuro.
9. Considerando que la acumulación de antecedentes mes a mes es un elemento fundamental para definir el ritmo preciso de los ajustes de la tasa de política monetaria, cabe mencionar el elevado aumento del IPC (aunque explicado por el mayor precio del petróleo), las mayores expectativas de inflación, la expansión del gasto interno, la fortaleza del empleo y el crecimiento de los distintos agregados monetarios y de crédito como factores que podrían hacer recomendable no postergar un aumento de la tasa de política monetaria.
10. Al mismo tiempo, es posible justificar mantener la tasa de política monetaria en esta reunión, considerando los escenarios de riesgo que se enfrentan y que sesgan su balance hacia abajo en el caso del crecimiento. En particular, la aparente mayor acumulación de inventarios (suponiendo que es no deseada), la relativa concentración del crecimiento de la actividad en algunos sectores específicos, el cambiante escenario internacional y la eventualidad de que la magnitud y/o los efectos de los recortes de gas y el incremento del precio del petróleo sobre la producción y la demanda privada sean más negativos de lo previsto, son todos factores que podrían retrasar el cierre de holguras y demorar la convergencia de la tendencia inflacionaria al 3%. Estas consideraciones modifican en algo la importancia del riesgo de aumentar la tasa de política monetaria y luego tener que pausar de manera relativamente prolongada, respecto del riesgo de tener que realizar ajustes más abruptos en el futuro si se decide mantener la tasa de política monetaria en esta ocasión.
11. Además de los factores de riesgo, se debe mencionar la nula variación mensual del IPCX1 y los datos de actividad del último mes, en particular de industria, y la disminución de la confianza de los hogares como antecedentes coyunturales que apoyarían la mantención.
12. Finalmente, cabe destacar que para esta reunión existe una expectativa mayoritaria de aumento de 25 puntos base, por lo que un ajuste de esta magnitud no debería tener consecuencias mayores sobre los precios de los activos y las perspectivas futuras de política monetaria. Dada esta expectativa, cabe considerar cómo se entendería la mantención de la tasa de política monetaria. Un riesgo es que se interprete como que el Banco Central de Chile tiene una evaluación más negativa de la coyuntura real, elemento que si bien está presente en los escenarios alternativos, no lo está tan claramente en el escenario central. El riesgo opuesto es que un alza consecutiva de la tasa de política monetaria sea entendida como un endurecimiento de la trayectoria más probable de la política monetaria, más allá de lo considerado en las proyecciones. Aunque ambos riesgos pueden aminorarse con una redacción cuidadosa del comunicado, este segundo riesgo parece ser más fácil de acotar a través de ese medio.

4



El Presidente, don Vittorio Corbo ofrece la palabra para comentarios.

El Gerente General, señor Camilo Carrasco, estima que la estrategia de una normalización gradual y pausada es un punto en que todos estamos de acuerdo. El problema es cómo vamos a operacionalizar esta estrategia. Señala que se atrevería a decir que si se utiliza una definición simple y práctica, la estrategia durante el presente año se implementaría, simplemente, recorriendo un camino de alzas no mayores de 25 puntos base por mes, teniendo en este momento el objetivo de llegar a una tasa de política monetaria del orden de 4,5%, en diciembre. Esto implica que habría que subir la tasa seis veces en un conjunto de ocho reuniones, incluyendo la reunión de hoy. Le parece que, dentro de esta estrategia se puede subir o mantener la tasa en esta oportunidad y no se va a romper la estrategia. Piensa que hay muchas combinaciones para seguir esta política de normalización gradual y pausada. La pregunta, en consecuencia, es determinar si es el mejor momento para no hacer la pausa, esto es, para subir la tasa. En su opinión, existen varios factores suficientemente importantes que le inclinarían por tomar este mes de mayo como apropiado para hacer una pausa, vale decir, mantener la tasa actual.

Menciona en primer lugar que el modelo está proyectando un segundo semestre con una desaceleración bastante fuerte de la demanda interna. Han transcurrido cuatro trimestres, siendo el que estamos el cuarto, donde hay una tasa de crecimiento de gasto interno inhabitualmente alto y, se supone, que ya a partir del tercer trimestre del año, se empieza a normalizar la tasa de crecimiento de la demanda interna. Agrega, que esa normalización de la tasa de crecimiento de la demanda interna, a partir del próximo trimestre, es independiente de lo que se haga hoy día con la tasa de interés. En consecuencia, la pregunta es por qué no esperar, para tener algo más de evidencia de que la economía se va a comportar, en el muy corto plazo, efectivamente, de acuerdo a lo que se está proyectando. El otro aspecto que debe considerarse, en su opinión, es en el plano financiero, ya que el tema del comportamiento bastante anómalo de la tasa interbancaria está más complicado de solucionar que lo que se había previsto. Indica, que no tenemos ninguna certidumbre que lo podamos hacer con suficiente rapidez, lo que puede causar más ruido que lo trascendido hasta ahora. Puede causar problemas de credibilidad, lo cual se exacerbaría con un alza de la TPM en la reunión de hoy. Este factor le hace inclinarse por la proposición de esperar un mes y aprovechar este lapso para despejar el tema de alinear la tasa interbancaria. Estima que, fundamentalmente, el costo de mantener la tasa es no seguir las expectativas del mercado, que en un 100% está pensando que el Banco Central la va a subir. Cree, sin embargo, que si se logra ser suficientemente preciso en el comunicado, se puede superar ese supuesto costo, incluyendo, incluso, el tema de la tasa interbancaria.

El Gerente de Investigación Económica, señor Klaus Schmidt-Hebbel, señala que considerando el aún intenso impulso monetario actual, reflejado en una tasa de interés real de corto plazo ex ante cercana a 0; la proyección de cierre completo de la brecha del producto hacia el final del horizonte de política; los rezagos con que actúa la política monetaria; la proyección central de la normalización de la TPM en el escenario base del Banco, hasta llegar a una tasa neutral de 7,5% a comienzos del año 2008 (y no antes); el incremento de ahí derivado de la TPM en 31 puntos base mensuales en el segundo trimestre, supuesto de trabajo interno que se traduce a proyectar un incremento promedio de 22,5 puntos base en cada una de las RPM del año 2005, desde ahora y hasta diciembre del 2005; el alza significativa de las tasas forward de mercado – aunque ellas pueden tener un componente, ciertamente incierto – de ruido coyuntural; el aumento marginal en las expectativas de inflación de los encuestados y el aumento significativo de las compensaciones inflacionarias – nuevamente posiblemente

4



ensuciadas coyunturalmente por un shock de portafolio o por el alza en inflaciones mensuales recientes, también de carácter incierto; el consenso de 100% en un alza de 25 puntos base de la TPM en las mesas de dinero encuestadas, y fundamentalmente, las proyecciones de inflación del escenario base del Banco, consistentes con todo lo anteriormente expuesto, que muestra una joroba en la inflación, llegando a 3,2% (IPC) y 3,5% (IPCX) al término del horizonte de política, producto de una política monetaria conservadora y pausada, reflejada en la inercia que exhibe la regla de política monetaria, hace concluir, en su opinión, que la opción de alza de 25 puntos base domina inambiguamente a la mantención de la tasa de política monetaria en esta oportunidad.

El Ministro de Hacienda consulta si estuviéramos en un estado estacionario, las expectativas bien ancladas y la economía fuera sometida a un shock relativamente persistente de costos, no debiera observarse una cierta empujación hacia arriba del 3% para después deshacerse. Agrega si eso no sería parte de un ajuste eficiente, o en la opinión de la Gerencia de División Estudios tal evento, debiera llevar a una opción con algo mayor de desempleo, para asegurar que no se desancle.

Si la respuesta fuera negativa, y que las expectativas están bien ancladas, no se corre riesgo, y no debiéramos extrañarnos que el IPCX1 frente al shock que hemos tenido durante algún tiempo sea el 3%, tal como con tanta facilidad se entendía que estuviera debajo de tres cuando se había tenido un shock para el otro lado. La pregunta es, en consecuencia si puede o no, en un esquema de expectativas ancladas, que entiende es el caso de Chile, soportar un mayor grado de desempleo.

La otra pregunta que formula es si el Banco considera que la tasa neutral es 7%, pensando que el resto del mundo, fuera Estados Unidos de América, no sabe dónde pondrían la tasa neutral de Estados Unidos de América.

El Gerente de División Estudios, señor Valdés, señala al señor Ministro que desde el punto de vista de cómo opera la mecánica de las proyecciones, es bien importante cuando un shock de oferta es transitorio o no y si se revierte. Indica que, actualmente, se tiene un shock que no se revierte por completo, y eso hace que haya que aplicar una acción de política más contractiva. Señala que cuando el shock es ya permanente, en general, debe ser acompañado o con alza de tasas o con un alza menor de tasas, pero no con mantención de ellas, para evitar que se propaguen efectos de segunda vuelta, más allá de lo prudente.

En su opinión, dado que no existe seguridad de cuán permanente es el shock, requiere algo de reacción de política.

En cuanto a la discusión sobre la tasa, el señor Valdés señala, que ese 7,5% fue parte de una discusión que se basa no solamente en la paridad de tasas. Agrega, que la tasa de largo plazo no puede ser muy distinta de lo que crece la economía más la inflación y eso da hoy día, considerando un crecimiento potencial en torno a 5% a largo plazo, y una meta de inflación de 3%, un 8% y lo que está en la parte larga de las expectativas de mercado, que hoy día estaba muy bajo, como 6% y en momentos ha estado en 9% también. Indica, que a partir de todo ese conjunto de distintas medidas, 7,5% es el número que se usa para las proyecciones, pero que ciertamente es muy discutible. Ahora, si fuese 6,5% y no 7,5%, de todos modos requiere una normalización de tasa que no es menor en los próximos meses. En todo caso, el tema es que estamos muy bajo la neutral y eso es indiscutible.



El señor Valdés comenta también, que el equivalente a tasa neutral y el PIB de tendencia fluctúan con el tiempo, son muy volátiles. Ahora, todavía no se cree que sea conveniente basarnos en ese modelo para tomar decisiones. Y ese modelo, a propósito, nos muestra que un shock de petróleo como el que estamos teniendo, necesariamente tiene que tener alza de tasa.

El Gerente de División Internacional, señala que quiere referirse al tema de las opciones que se han planteado. En principio, entiende que todos están de acuerdo en la estrategia de normalización pausada de la política monetaria. Le parece que en la medida que se van cerrando las brechas eso justifica llevar la tasa de política monetaria a un nivel consistente con la tasa neutral de largo plazo, pero ello implica un ajuste gradual en la medida que se van cerrando las brechas y no un ajuste abrupto. Cree que el tema es la gradualidad y como bien lo planteó el señor Gerente General, a qué ritmo debe hacerse. En su opinión, los antecedentes que se han presentado no le dicen mucho respecto a las dos opciones propuestas. Señala que la actividad sigue dinámica, aunque algo más lenta, las condiciones financieras son expansivas y la inflación está creciendo, pero gradualmente. Adicionalmente, le parece que es importante el tema táctico, ya que el mercado está esperando un aumento de tasas y eso es consistente con las perspectivas que están implícitas en las proyecciones que se han efectuado. Por lo tanto, no incrementar la tasa de interés implica enfrentar el riesgo que se ha mencionado, de comunicar y de convencer el cambio de percepción respecto de lo que ha estado implícito en nuestras proyecciones y en aquéllas que se han considerado recientemente. Desde esa perspectiva, le parece que el escenario es apropiado para la opción de un aumento de tasas. A lo anterior, quiere agregar dos consideraciones. La primera es el tema del nivel de la tasa neutral. A medida que se ha ido subiendo la tasa de interés y por mucho que se esté por debajo de ella, todavía queda bastante margen. Es un tema que va a ir cobrando una mayor importancia y hay que seguir profundizándolo. En segundo lugar, comparte la preocupación por la brecha que hemos visto en los últimos días entre la tasa de política monetaria y la tasa interbancaria y lo que significa si se sostuviera en el tiempo, en el sentido de debilitar el valor de la Tasa de Política Monetaria como una señal de lo que está usando el Banco Central como referencia y, por lo tanto, cree que es muy importante hacer lo posible para cerrarla.

El señor Presidente, señor Vittorio Corbo, señala que, no habiendo más comentarios, corresponde llevar a cabo la votación.

El Consejero señor Marfán, hace presente que desea efectuar un comentario respecto a la discusión que se llevó a cabo y antes de expresar su voto. Le parece que la opinión más sabia que ha escuchado respecto de la tasa neutral es la que dijo el señor Presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos, en cuanto a que no tenía idea dónde estaba ubicada la tasa neutral, ignoraba cuál era su valor y lo único que sabía era que era más alta que la tasa de política de ese momento. Agrega, que tiene la impresión que frente a esa incertidumbre, que también tenemos acá, se efectúen análisis de sensibilidad de un rango un poco más amplio que lo que hemos visto hasta ahora, porque tiene la impresión que son demasiado influyentes para las señales que el modelo entrega respecto de la política monetaria.

Respecto de su voto, indica que agradece primero el análisis del staff, y que comparte que las opciones, en esta oportunidad, son mantener la tasa de política monetaria o elevarla en 25 puntos base y existen buenos argumentos para cada opción.

40



Respecto de mantener la tasa, hace suyos los argumentos de la Minuta de Opciones, a lo que agregaría el riesgo de cometer errores de política monetaria equivalentes a los de la primera mitad del año 2000. En efecto, la evolución de la actividad en aquel entonces permitía pensar en una reactivación sostenida, la que era acompañada por una política monetaria que se evaluaba como expansiva. Frente al riesgo de una aceleración de la inflación generada por aumentos del precio del petróleo y sus derivados, el Banco Central decidió elevar la tasa de instancia monetaria, como se llamaba entonces. Señala que, al menos en una de esas oportunidades, concurrió como Ministro de Hacienda y compartió el diagnóstico y la decisión de política. Los hechos posteriores probaron que se subestimó el efecto contractivo del mayor precio del petróleo y se sobrestimó el efecto del impacto inflacionario del mismo. La coyuntura actual aunque diferente tiene algunos elementos comunes con la de aquél entonces y existe el riesgo de una sobre-reacción de política.

Desde esa perspectiva, el mantener la tasa de política monetaria en esta oportunidad tendría el beneficio de dar una señal clara que no es la intención del Banco acelerar la normalización de la política monetaria. Otra razón adicional para mantener la tasa es el desalineamiento de la interbancaria respecto de la tasa de política monetaria, en las semanas recientes, el que ha generado problemas en la interpretación correcta de la estructura de tasas. Una decisión no ambigua de política como sería mantener la tasa de política monetaria, debiera ayudar a ordenar las señales en el mercado de corto plazo.

Pero también hay aspectos a favor de elevar la tasa de política monetaria en 25 puntos base. En efecto, el escenario central que presentaremos la próxima semana ante el Senado supone un crecimiento dinámico de la demanda interna, un cierre de brechas y una inflación ya francamente dentro del rango de 2 a 4% y que justificaría dar otro paso en la normalización de la política monetaria. Lo anterior, no equivale en lo absoluto a la opinión expresada por algunos observadores en cuanto a acelerar la normalización de la política monetaria, idea con la cual discrepa plenamente.

Señala que, habiendo buenas razones tanto para mantener como para elevar marginalmente la tasa de política monetaria, parece conveniente pensar en razones tácticas, más bien para resolver el puzzle. Al respecto, cree importante considerar que el mercado espera mayoritariamente un aumento de la tasa de política monetaria. Desde esa perspectiva mantenerla puede ser interpretada como una sorpresa de política, aún cuando nada obliga al Banco Central a validar las expectativas del mercado. En esta ocasión, le parece conveniente hacerlo y vota por elevar la tasa de política monetaria en 25 puntos base. Sin embargo, tan importante como la decisión que tome el Consejo es el mensaje que acompañará esa decisión, el que debiera enfatizar que no hay cambios en el ritmo de normalización de la política. En efecto, señala que si la reacción del mercado o la interpretación de los analistas llevara a que la decisión del Consejo eleve la pendiente de la curva de rendimientos, se habrá producido un efecto contraproducente que debiera ser corregido más adelante. Asimismo, es necesario impulsar una normalización rápida del mercado interbancario de manera de evitar ruidos innecesarios en las señales de política.

El Consejero señor Desormeaux, señala que también va a comenzar su intervención, agradeciendo el análisis de la Gerencia de División Estudios. Este Informe y también el que se llevará la próxima semana al Congreso plantea que la tendencia inflacionaria en el país sigue la trayectoria prevista y que las holguras de capacidad se están reduciendo, pese a que en el margen el crecimiento de la actividad se ha acelerado y que también el PIB potencial estaría creciendo a una tasa más elevada de la prevista. La demanda interna está creciendo en forma muy dinámica, las estimaciones hablan de cifras en torno al 12% en el



primer semestre, pese al mayor precio de los combustibles en el mercado interno y también el mercado laboral muestra fortaleza.

Por otro lado, las medias de inflación esperada se ubican en torno al 3% y para los instrumentos de más largo plazo éstas se sitúan incluso por encima de esa cifra, como reflejo tanto del aumento del precio de los combustibles como del cierre progresivo de las holguras.

La decisión de hoy tiene lugar, entonces, en un momento en que se ha acelerado la inflación del IPC, en el que se han incrementado las expectativas de inflación, en que el gasto interno y el empleo muestran un fuerte dinamismo. Nuestro escenario central contempla una normalización pausada y gradual del impulso monetario en el que pueden tener lugar pausas, pero en su opinión, una pausa en la reunión de hoy puede resultar muy cara en términos de ajustes más bruscos en el futuro, en particular, porque el mercado espera hoy un alza en la tasa de política en forma casi unánime, de manera que la mantención de la tasa de política sería, sin duda, percibida como una señal de que el Banco Central tiene una información que el mercado desconoce, o peor, podría llevar a algo más peligroso, que es pensar que el Banco Central se ha quedado detrás de la curva y arriesgar con ello desancrar las expectativas de inflación.

Por todas estas consideraciones se inclina en el día de hoy por un alza de 25 puntos base en la tasa de política monetaria.

La Consejera señora María Elena Ovalle señala que hemos visto que las condiciones macroeconómicas y financieras prevalecientes en el escenario internacional siguen siendo positivas para la economía chilena. En el ámbito interno el crecimiento de la actividad y el gasto consolidan la trayectoria positiva de la economía, a pesar de la debilidad reciente del sector industrial. A esto se suman los signos de mayor fortaleza que muestra el mercado laboral. La demanda interna ha seguido creciendo a tasas elevadas, con una inversión fija que se expande fuertemente y aparentemente con mayor acumulación de inventarios y crecimiento del consumo. En cuanto a la inflación, el registro mensual estuvo por sobre lo proyectado en la RPM anterior y la mayoría de las medidas subyacentes continúan exhibiendo un moderado incremento con una convergencia gradual al centro del rango meta en el horizonte habitual de política.

Por ende, en base a los antecedentes del mes y las perspectivas más probables para el conjunto de variables relevantes para la política monetaria, concuerdo principalmente con los siguientes antecedentes que avalan la opción de alza de la TPM: la necesidad de mantener concordancia con nuestro escenario central de proyecciones que incluye una normalización pausada de la PM necesaria para mantener la convergencia de la inflación a 3%, las expectativas inflacionarias a distintos plazos han tendido más rápidamente al centro del rango meta, la trayectoria para la TPM implícita en los precios de activos y expectativas privadas apuntan a niveles por sobre los considerados en la reunión anterior, la expansión de los agregados monetarios y crediticios reflejan que la instancia monetaria actual es expansiva. Además, en nuestro escenario de mediano plazo están consideradas algo más de presiones inflacionarias asociadas al precio del petróleo y su propagación en otros precios de combustibles.

En conjunto, esto hace recomendable continuar la normalización del impulso monetario, con el fin de velar por el control de la inflación. En esta oportunidad, cree que es especialmente importante aludir a elementos tácticos que también hacen recomendable un alza de la TPM en una magnitud acotada de 25 pb como la propuesta. Por una parte, la gran mayoría del mercado espera un movimiento en este sentido y magnitud. A esto se suma que la decisión de política que adoptemos hoy debe ser coherente con el análisis y proyecciones que serán presentados en el próximo IPOM. En este punto cabe destacar que una parte importante

24



de las variables relacionadas con la inflación y el crecimiento, fueron corregidas al alza si lo comparamos con el IPOM de enero. Por lo tanto, sería muy complejo explicar la racionalidad de una decisión distinta a un alza, teniendo en cuenta los últimos antecedentes del mes y las perspectivas que serán presentadas en el próximo Informe. Finalmente, cree necesario transmitir en nuestro comunicado que dos alzas consecutivas no implican una aceleración del ritmo de normalización, ni un abandono de la estrategia de retiro pausado del estímulo monetario. Más bien, es una medida preventiva que pretende conciliar el panorama de crecimiento con la convergencia a nuestro objetivo inflacionario, en el horizonte que nos interesa.

Por ello vota por un alza de la TPM de 25 puntos base.

El Vicepresidente señor De Gregorio, indica que en septiembre del año pasado el Banco Central decidió iniciar un proceso de reducción pausada del impulso monetario. Esta estrategia se fundamentó sobre la base de que la economía estaba en una senda de reducción gradual de las brechas de capacidad y las perspectivas que la inflación iría paulatinamente aumentando al centro del rango meta, incluso a fines del horizonte de proyección se espera que la inflación esté levemente encima del rango meta, convergiendo a él en los meses siguientes, explicado, en todo caso, en gran medida por los rezagos del aumento del precio del petróleo.

Señala el señor Vicepresidente, que los datos más recientes confirman que el escenario central es el que se ha estado dando, la cifras de actividad para el primer trimestre están dentro del rango esperado, aunque en el margen han sido levemente inferiores, en particular en el sector industrial. Sin embargo, la evolución de la inversión, empleo y agregados monetarios muestran que este proceso sigue con el vigor esperado. Por su parte, todas las medidas de inflación, con la sola excepción de la sorpresa en el IPCX1 explicado en gran medida por la evolución del precio de los pasajes de buses interurbanos, también han estado mostrando un leve aumento consistente con el escenario central previsto desde septiembre del año pasado. Esto no solo es el resultado del aumento del precio del petróleo, el cual no sería una razón suficiente para pensar que haya presiones inflacionarias persistentes, sino que también el aumento de todas las medidas subyacentes asociadas al IPCX y al IPCX2.

En consecuencia, la decisión de hoy debería ser si dentro de esta estrategia de reducción gradual de la expansividad de la política monetaria, corresponde o no subir la tasa de política monetaria. De tener un sesgo neutral se podría argumentar que se puede esperar antes de seguir subiendo la tasa de interés, sin embargo el sesgo actual es de un gradual aumento de tasas de interés. Entonces, a su juicio, habría que preguntarse si la tasa de interés actual es coherente con la trayectoria al alza requerida para cumplir con el objetivo de inflación y cree que, en este contexto, hoy día correspondería continuar con un alza de la tasa de interés. No obstante, señala que para apoyar esta decisión es necesario reconocer que existen riesgos importantes que podrían desviar la economía del escenario central. En particular, los riesgos del escenario internacional y su impacto sobre la economía nacional, sugerirían cierta cautela. El petróleo sigue alto y puede afectar negativamente la capacidad de crecimiento mundial, lo que puede tener repercusiones no menores en el ritmo de crecimiento del consumo doméstico, frenando la expansión de la demanda doméstica.

Por otra parte, hace presente que el ajuste aún pendiente de los balances de cuenta corriente en el mundo pueden también producir ajustes en el dinamismo de la economía mundial con negativas consecuencias para la economía chilena, induciendo al menor crecimiento e inflación. Agrega, que estos riesgos no son menores aunque debido a que todavía no se materializan no le parecen suficientes para proponer una mantención de la tasa de política monetaria. En todo caso, estima que habrá que seguir observando la evolución de la economía mundial para graduar el retiro del impulso monetario. Esto sin duda pone una nota



de cautela sobre las decisiones futuras, pero cree que no son suficientes para recomendar la mantención de la tasa en esta reunión.

El Vicepresidente, señor De Gregorio, señala que a lo anterior hay que agregar otro elemento relevante. El mercado espera mayoritariamente, casi en forma unánime, un alza en la tasa de política monetaria, lo que de no ocurrir tal como se señala en la Minuta de Opciones de política monetaria, podría dar la señal de que el Banco tiene una visión más pesimista del futuro. Sin embargo, tal como quedará reflejada en la presentación del Informe de Política Monetaria la próxima semana, eso no es así. En su opinión se debería explicar al Senado la estrategia de normalización de la política monetaria, la que consistentemente con la meta de inflación, le permiten a la economía chilena seguir en una senda de crecimiento sostenido con estabilidad macroeconómica. También se debería explicar, que el objetivo del Banco es evitar cambios bruscos en la política monetaria, los que se podrían hacer más probables en caso que se comenzara a demorar el ajuste.

Concluye, señalando que de materializarse los escenarios de riesgos negativos, sí que se podría justificar avanzar con mayor lentitud, lo que hoy día en todo caso no está ocurriendo. Por lo anterior hoy su voto es por subir la tasa de política monetaria en 25 puntos base.

El Presidente señor Vittorio Corbo, señala que también parte su intervención por felicitar a la Gerencia de División Estudios por el material que han presentado y también por la discusión de las opciones de política.

El señor Presidente hace presente, que la actividad económica continúa expandiéndose con una velocidad algo más moderada que en meses recientes, mientras que la demanda interna continúa mostrando una sólida expansión, destacando el alto dinamismo que sigue mostrando la inversión en capital fijo. De otra parte, el empleo continúa también con una sostenida expansión. En cuanto a la inflación, ésta se ha incrementado debido principalmente al aumento del precio del petróleo, sin embargo diferentes medidas de inflación subyacente también muestran una aceleración. Otras variables asociadas con la dinámica de mediano plazo de la inflación, mantienen o incluso aumentan su grado de expansión, entre éstas destacan los salarios, los precios al por mayor y al productor, los agregados monetarios y de crédito y las distintas medidas de expectativas de inflación. En contraste, indica que vale la pena destacar también, que las altas tasas de aumento de productividad que se han observado en trimestres recientes, mantienen el crecimiento los costos unitarios en niveles bastante acotados. Si se mira hacia delante, el gradual cierre de brechas y el repunte en las distintas medidas de inflación, que se incluye en el informe de política monetaria que se va a mostrar al Senado la próxima semana, destacan claramente que se incrementa el riesgo que la inflación esperada se comience a alejar en forma persistente de la meta de inflación en los próximos meses, con una tasa de política que iguala la meta de inflación y muy por debajo de cualquier medida razonable de tasa de interés neutral. En estas circunstancias, señala el Presidente, señor Vittorio Corbo, que lo más aconsejable es continuar con el proceso de reducción gradual del estímulo monetario para mantener las expectativas de inflación y la inflación misma ancladas en torno al centro del rango meta en el horizonte habitual de política monetaria. De hecho, indica como lo han explicado sus colegas en el Consejo, el mercado ha leído esto de la misma forma y hoy día, en forma casi unánime, se espera que el proceso continúe en la misma forma tanto respecto de las cifras de actividad como de las de inflación.



Por lo anterior, su voto también es por subir la TPM en 25 puntos base en esta ocasión, pero también cree que es muy importante destacar que esto es consistente y completamente coherente con la estrategia de retiro pausado del excesivo estímulo monetario, lo cual es una forma de comprar seguro para que mañana no se tenga que subir la tasa más agresivamente si la inflación se empieza a escapar, de materializarse el escenario central que tenemos en el IPOM. Concluye, señalando que siempre se estará muy atento, revisando los escenarios alternativos y en todas las siguientes reuniones de Política Monetaria.

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

77-01-050512 – Tasa de Política Monetaria.

Se acuerda aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base hasta 3,25% anual.

Siendo las 17.00 hrs. se retiran de la Sala el señor Ministro de Hacienda, señor Nicolás Eyzaguirre Guzmán y la Asesora Macroeconómica del Ministerio de Hacienda, señora Bernardita Piedrabuena Keymer.

III. Comunicado

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

Los antecedentes disponibles muestran que el crecimiento de la actividad, aunque más atenuado que en trimestres pasados, sigue siendo superior a su tendencia. La inversión, el consumo y el empleo continúan creciendo apoyados por condiciones monetarias internas claramente expansivas y por un entorno internacional favorable, pero cuyos riesgos se mantienen elevados.

La información de precios más reciente indica que, más allá de movimientos inusuales en precios específicos y la incidencia directa que tiene el aumento del precio del petróleo, la tendencia inflacionaria sigue aumentando gradualmente, en línea con lo previsto. Cabe destacar que, no obstante el incremento de los salarios por hora observado en los últimos meses, los costos laborales unitarios se mantienen estables.

Este aumento de la tasa de interés es coherente con el ritmo de normalización pausada iniciada en septiembre pasado, refleja las buenas perspectivas de la economía nacional, y reduce el riesgo de movimientos abruptos en el futuro. El Consejo reitera su compromiso

4



de conducir la política monetaria de manera de mantener una trayectoria para la inflación esperada 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 17.50 horas.

JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Vicepresidente

VITTORIO CORBO LIOI
Presidente

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Consejero

MARÍA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera

MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero

NICOLÁS EYZAGUIRRE GUZMÁN
Ministro de Hacienda

JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR
Ministro de Fe (S)



ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION DE POLITICA MONETARIA N° 79
Celebrada el 9 de junio de 2005

En Santiago de Chile, a 9 de junio de 2005, siendo las 11,45 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:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;
Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldívar;
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;
Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera Barriga;
Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic Marinovic;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva;
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;
Gerente de Información e Investigación Estadística,
don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Comunicaciones, don Eduardo Arriagada Cardini;
Secretaria Ejecutiva Gabinete de la Presidencia, señora Cecilia Feliú Carrizo; y
Secretario General, don Jorge Court Larenas.

Se encuentra también presente, especialmente invitada, la Asesora Macroeconómica del Ministerio de Hacienda, señora Bernardita Piedrabuena Keymer.

Agrega, el señor Presidente que también, se ha invitado al señor Enrique Orellana Cifuentes, Jefe Departamento Análisis de Coyuntura de la Gerencia de Análisis Macroeconómico y al señor Claudio Soto Gamboa, Economista Senior de la Gerencia de Investigación Económica.

I. Fecha Sesión de Política Monetaria del mes de diciembre de 2005.

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de diciembre de 2005, para el día 13 de ese mes.



II. Exposición.

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

Aunque el entorno macroeconómico ha evolucionado en lo grueso dentro de lo considerado en el Informe de Política Monetaria más reciente, los riesgos internos se han disipado en algo. La actividad ha crecido más rápido y los distintos componentes del gasto interno muestran trayectorias coherentes con lo previsto; la tasa de crecimiento del consumo está gradualmente aumentando y la de la inversión se normaliza. La inflación del IPCX1 ha continuado sin dar sorpresas de consideración y los costos laborales unitarios todavía muestran tasas de crecimiento interanual negativas. El impulso de las condiciones monetarias en Chile continúa apreciándose en los niveles de tasas de interés y el crecimiento de los distintos agregados crediticios y monetarios.

Las condiciones externas que enfrenta la economía chilena siguen favorables, aunque el crecimiento global se ha resentido levemente por la mayor debilidad observada en Europa y, en menor medida, en Latinoamérica. Las circunstancias de inflación contenida e indicadores algo por debajo de lo esperado en los Estados Unidos de América han hecho disminuir las tasas de interés de largo plazo en dólares, a pesar de lo cual el dólar se ha apreciado en especial frente al euro. Luego de caer en mayo, tanto el precio del cobre como el del petróleo ha vuelto a subir.

La actividad industrial tuvo un mayor dinamismo en abril, compensando cierta debilidad observada en marzo. Destacó el impulso de las ramas exportadoras y que destinan su producción al consumo interno. La construcción y el comercio continúan expandiéndose con fuerza, mientras que la actividad minera cayó producto de factores técnicos que se estiman transitorios. El sector energético tendría en el segundo trimestre un crecimiento mayor que el previsto por la mayor generación hídrica. Todo esto lleva a esperar un crecimiento del PIB del orden de 5,9% para el segundo trimestre, tres décimas por sobre lo estimado en el momento del Informe de Política Monetaria de mayo.

Por el lado del gasto, se estima que el consumo se estaría expandiendo en torno a 7% en el curso del segundo trimestre, con un mayor protagonismo del consumo habitual y algo menos por el lado del durable. De manera similar, la formación bruta en maquinaria y equipos continúa su desaceleración gradual y la acumulación de existencias parece estar también atenuándose, además de haber sido aparentemente menor que lo estimado en el primer trimestre de este año. Los antecedentes disponibles muestran un aumento del volumen exportado en torno a 7% durante el primer semestre, e importaciones relativamente constantes, acordes con el comportamiento mencionado del gasto durable y la inversión. La evolución de las cuentas fiscales y del escenario macro en general han motivado una revisión por parte de Hacienda de las proyecciones de superávit para este año, anticipándose que supere el 2% del PIB.

Las tasas de colocación de más corto plazo han mostrado incrementos desde el inicio del proceso de normalización monetaria, incrementos que son superiores al aumento acumulado en la tasa de política monetaria. En todo caso, no se estima que ello sea incoherente con el buen entorno financiero que enfrentan personas y empresas, lo que se continúa apreciando en los elevados saldos líquidos en poder de distintos agentes, en el incremento en el mismo crédito y en las reducidas tasas de interés de más largo plazo.



En el mercado laboral, destaca la sostenida reducción de la tasa de desempleo desestacionalizada, en un contexto en que la ocupación (total y asalariada) continúa aumentando y la participación se mantiene estable. La divergencia sectorial en lo que respecta al crecimiento del empleo sigue persistiendo. El promedio de horas trabajadas se ubica 5% por debajo de un año atrás mientras que el costo de la mano de obra por hora se ha acelerado hasta un crecimiento de 4,6% anual. Sigue pendiente determinar el impacto que eventualmente tenga la reducción de la jornada sobre la productividad por hora. En todo caso, esta última variable ha continuado aumentando a tasas elevadas, por lo que los costos laborales unitarios aún no presentan incrementos interanuales positivos. A pesar de la depreciación nominal del peso, el tipo de cambio real continúa estable en niveles similares a los de un mes atrás.

En conjunto, la inflación ha continuado dentro de lo previsto. En particular, la mayoría de las medidas subyacentes de inflación anual han seguido aumentando de manera gradual, mientras las sorpresas por el alza de la inflación del IPC de mayo se concentraron en las tarifas, que según la nueva información no se revertirían en los meses venideros. Aunque a corto plazo no se espera una aceleración sustancial de los precios, sí se deberían observar hacia fines de este año mayores registros inflacionarios que reflejen la propagación contemplada en el escenario base del Informe de Política Monetaria de mayo del *shock* petrolero de los últimos trimestres. Las expectativas privadas tienden a estar alineadas con un escenario de este tipo.

Con relación al panorama esperado para la tasa de política monetaria, las tendencias recientes en los mercados de renta fija de más corto plazo hacen difícil extraer indicaciones precisas respecto del ritmo de normalización para la política monetaria que esperan estos mercados en el corto plazo. Las encuestas indican un escenario de normalización gradual de la tasa de política monetaria no muy distinto al que se apreciaba hace un mes atrás.

En su conjunto, los riesgos vinculados al escenario internacional siguen presentes, quizá algo más acentuados en el lado del crecimiento global, mientras que aquéllos asociados a la economía interna se han atenuado en algo. El relajamiento coyuntural de las restricciones de gas junto con las recientes lluvias ha disminuido de manera importante la posibilidad de una escasez energética más intensa que la contemplada en el escenario base, mientras que los comportamientos divergentes de los componentes del gasto interno han comenzado a normalizarse.

El escenario externo para la economía chilena se mantiene favorable, aunque con alguna desaceleración del crecimiento mundial por perspectivas más débiles para Europa y América Latina. Destaca la apreciación del dólar, particularmente respecto del euro, debido a la incertidumbre generada tras rechazos a la Constitución Europea en Francia y Holanda, así como perspectivas más débiles para esta región.

La proyección de crecimiento mundial a paridad de poder de compra para el 2005 ha disminuido 0,1 punto porcentual respecto del Informe de Política Monetaria y se mantiene para el 2006. Para el 2005 prima la perspectiva más débil en la zona euro y América Latina, por sobre las revisiones al alza en Estados Unidos de América y Japón. Estas últimas se deben a la incorporación de datos efectivos al primer trimestre mayores que los contemplados. En América Latina, el crecimiento de México y Brasil del primer trimestre fue inferior al esperado, determinando un ajuste a la baja para esta región. Ponderado por los principales socios comerciales, el crecimiento mundial esperado no se modifica respecto del Informe de Política Monetaria.

La proyección de crecimiento de Estados Unidos de América aumentó al considerar las cifras revisadas del PIB del primer trimestre: 3,5% trimestre/trimestre anualizado (0,4 punto porcentual por sobre la estimación preliminar). Las cifras más recientes apuntan a producción industrial y encuestas del sector manufacturero algo más débiles, no obstante el consumo sigue dinámico apoyado por la recuperación del mercado laboral.



El panorama en la zona euro continuó decepcionando. Al débil crecimiento del primer trimestre se han sumado indicadores de producción industrial, confianza de consumidores y clima de negocios que han deteriorado las perspectivas para esta región. Así, la proyección de crecimiento de la zona para el 2005 cae 0,3 punto porcentual respecto del Informe de Política Monetaria.

En Japón el crecimiento del primer trimestre, 5,3% trimestre/trimestre anualizado, prácticamente duplicó las expectativas. Con ello, y considerando las buenas perspectivas que se tienen para el mercado laboral y los resultados de las empresas, se mejoran las proyecciones para esta economía.

Se observó una disminución en el precio del petróleo durante mayo, asociada a un escenario de menor escasez. Los inventarios de petróleo en Estados Unidos de América alcanzaron su mayor nivel en seis años, y la OPEP redujo marginalmente su estimación de demanda mundial para el 2005. No obstante, en los últimos días el precio aumentó debido a preocupaciones por el abastecimiento de gasolina al inicio de la temporada de mayor demanda en el hemisferio norte. En cuanto a las perspectivas de mediano plazo, las proyecciones de bancos de inversión, así como el precio de los futuros, no muestran cambios significativos desde el Informe de Política Monetaria. De esta forma, las proyecciones del precio del barril se mantienen en US\$ 48 y US\$ 42 el 2005 y el 2006, respectivamente.

El precio del cobre se redujo durante mayo según lo esperado, promediando US\$ 1,47 la libra. En la primera quincena, el precio disminuyó por noticias de mayores holguras en China, a las que se sumó una importante caída en la participación de los inversionistas. Esta reducción se revirtió en las últimas semanas, a pesar de la apreciación registrada por el dólar, ante favorables indicadores de demanda en Estados Unidos de América y China, así como algunas señales de incertidumbre por el lado de la oferta y la continua caída en los inventarios. Con todo, las proyecciones se mantienen en US\$ 1,39 la libra para el 2005 y en US\$ 1,20 para el 2006.

En los mercados financieros desarrollados se ha observado una tendencia a la baja en las tasas de interés de largo plazo. El rendimiento del bono a diez años en Estados Unidos de América disminuyó a valores bajo 4% en las últimas semanas, más de treinta puntos base por debajo de su nivel de principios de mayo. Esto se explica, en parte, por indicadores de confianza y actividad del segundo trimestre algo más débiles que lo anticipado, en un contexto de inflación bien contenida. Por su parte, la baja reciente de las clasificaciones de riesgo de empresas del sector automotor en Estados Unidos de América generó un efecto sustitución *flight-to-quality* desde bonos corporativos y acciones hacia bonos del tesoro, presionando a la baja el rendimiento de estos últimos. El rendimiento del bono a 10 años en euros muestra una trayectoria similar, situándose en torno a 3,2%, congruente con la debilidad de la economía europea.

Respecto de las tasas de política, no ha habido cambios en las expectativas que se tenían a principios de mayo. La Reserva Federal ha mantenido el lenguaje de alzas mesuradas, por lo que se estima que esta continuaría con un proceso de aumentos graduales. Los mercados anticipan que la tasa de interés de política monetaria llegaría a 3,75% a fines de 2005. En la zona euro, la debilidad de la actividad económica y una inflación que se sitúa en torno al objetivo indican que el proceso de normalización de tasas de interés se iniciaría recién el 2006, no descartándose una reducción durante el segundo semestre de este año.

En relación con las paridades internacionales, el dólar experimentó una apreciación significativa durante el último mes: en torno a 4,5% en relación con el euro y 1% respecto del yen. En el primer caso, ha sido un factor relevante el resultado negativo del referéndum en Francia para la aprobación de la Constitución Europea, así como la debilidad que exhibe la economía europea. De la misma manera, mejores indicadores del sector externo en Estados Unidos de América han ayudado a fortalecer el dólar en los mercados internacionales. No obstante, los desbalances en Estados Unidos de América mantienen las expectativas de una depreciación del dólar en el mediano plazo.



En los mercados emergentes, las condiciones de financiamiento se mantienen positivas. Si bien a principios de mayo los *spreads* soberanos aumentaron, más recientemente se han movido a la baja motivados por la preferencia de los inversionistas por activos de alto retorno en economías emergentes y precios de productos básicos que se mantienen altos, favoreciendo a estas economías. En este escenario, se ha observado una activa colocación de bonos, que continúan mejorando el perfil de obligaciones de las economías emergentes.

Las tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile presentaron evoluciones mixtas desde la reunión de mayo. Para los instrumentos reajustables, Bonos Reajustables de Banco Central, se mantuvieron estables en 2,1% a cinco años y 2,3% a diez. Asimismo, las tasas de interés de los bonos nominales a dos años, Bonos en Pesos CP-2, no mostraron cambios manteniéndose en torno a 4,6%. Por su parte, las tasas de interés de los BCP-5 y 10 disminuyeron entre 15 y 20 puntos base hasta 5,1% y 5,6%, respectivamente, coincidiendo con la caída de las tasas de interés externas nominales.

Las tasas de interés de los PDBC mostraron una caída considerable, desde 3,77% al cierre del Informe de Política Monetaria, a valores incluso inferiores al de la tasa de política monetaria: 2,7% a fines de mayo. Esto puede obedecer al cambio en la normativa de Reserva Técnica, que ya no permite el uso de la facilidad permanente de depósito en moneda nacional como instrumento para constituir dicha Reserva.

Desde la reunión de mayo, la compensación inflacionaria de mayor plazo implícita en los documentos nominales ha caído, ubicándose entre 2,7% y 3,3% según el plazo. Las expectativas obtenidas de las encuestas a las mesas de dinero anticipan inflaciones de 2,9% y 3,1% a uno y dos años plazo, respectivamente. La encuesta de expectativas de junio indica que a un año plazo la inflación esperada aumenta a 3% (+ 0,1 punto porcentual) y a dos años se mantiene en 3%.

Desde el Informe de Política Monetaria de mayo la curva *forward* cayó, pese a lo que tomada literalmente continúa anticipando un cambio de la tasa de política monetaria significativamente por sobre el que se deduce de las expectativas del mercado. Al igual que al cierre del Informe de Política Monetaria, se estima que su trayectoria no necesariamente puede atribuirse a una aceleración de las expectativas de normalización de la política monetaria. Con todo, a diciembre de este año sitúa la Tasa de Política Monetaria en 4,7%, y en 5,7% a diciembre de 2006. La encuesta de expectativas de junio considera un aumento mucho menor para la tasa política monetaria. Se anticipa un incremento de 25 puntos base para este mes y de otros 50 durante el segundo semestre.

En mayo, la tasa de crecimiento anual del M1A fue menor que la de abril (17%). A pesar de ello, los residuos de la proyección habitual de dinero (de corto y largo plazo) volvieron a desalinearse en magnitud considerable. Por su parte, el M2A y el M7 aumentaron sus tasas de crecimiento entre 1 y 2 puntos porcentuales. Al revisar por componentes se detecta el importante incremento anual de los depósitos a plazo (28%). Las Administradoras de Fondos de Pensiones se han comportado de manera similar al resto de los agentes privados.

De acuerdo con lo anterior, la velocidad del M2A y el M7 habría aumentado respecto del mes pasado, mientras la del M1A se mantiene en los valores de los meses previos: entre 4% y 21%.

La deuda bancaria total registró en mayo, por cuarto mes consecutivo, una variación anual del orden de 15%. Entre los créditos a personas, los de consumo presentan un crecimiento de casi 24% y una velocidad de expansión algo mayor en el margen, mientras los de vivienda anotan un incremento anual similar al del mes anterior (22%), pero una velocidad de expansión que sigue disminuyendo. La tasa de interés promedio de los créditos de consumo aumentó 90 puntos base en mayo, situándose en 26,6%. Las tasas de interés de las letras de crédito hipotecario en unidades de fomento se ubican en niveles inferiores comparadas con los meses anteriores: con



duración de 5 a 6 años, clasificación AA y tasa facial entre 4% y 5%, promediaron 3,6% en mayo, mientras las con tasa facial entre 5% y 6% promediaron 4,2%.

La deuda bancaria de las empresas se mantiene con tasas de crecimiento anual del orden de 12% aunque con una velocidad de expansión algo menor a la de los meses previos. Este resultado obedece, principalmente, a la estabilidad de la tasa de variación anual de las colocaciones comerciales. La tasa de interés promedio de los préstamos comerciales fue de 10% en mayo, cifra que representa un aumento del orden de 90 puntos base respecto de abril.

La colocación de bonos volvió a cobrar dinamismo en mayo con emisiones superiores a UF12 millones, destinadas principalmente a financiar inversión. Entre las emisiones sobresale la de la Corporación del Cobre por UF6,9 millones, a 20 años y a una tasa de 3,3% anual.

Desde la reunión de mayo el IPSA aumentó 2,4%; con lo que este indicador acumula en el año una variación de 12% medida en pesos y de 5,4% en dólares. La evolución de la bolsa chilena ha respondido mayormente a las noticias internas. En los dos últimos meses de este año los volúmenes transados alcanzaron valores históricos: del orden de \$ 60.000 millones diarios.

Al igual que el índice de Chile, el índice MSCI —que agrupa las principales bolsas del mundo— aumentó: 2% desde la última reunión. Los índices bursátiles de Estados Unidos de América en tanto, subieron luego de que se dio a conocer que el crecimiento de la economía en el primer trimestre había superado lo esperado. Así, el *Nasdaq* se incrementó 5,4% y el *Dow Jones*, 3,1%.

En los días previos a la reunión de mayo, la paridad peso/dólar registró el mínimo valor del mes: \$ 571. Desde ese momento ha perdido valor, cotizándose en la actualidad por sobre \$ 590 por dólar, equivalente a una depreciación de 2,5% desde la reunión anterior. La trayectoria del peso frente al dólar estadounidense respondió a un fenómeno global que experimentó la mayoría de las monedas de economía relevantes para el comercio internacional chileno. Así da cuenta el *broad index*, índice multilateral de Estados Unidos, que varió 1,4% en igual lapso.

Considerando canastas de monedas, la depreciación del peso es menor: 1,4%, 0,5 y 0,9% para el TCM, TCM-5 y el TCM sin las economías dolarizadas, respectivamente.

En cuanto a las perspectivas para el tipo de cambio, de la encuesta de expectativas de junio se desprende que a un año plazo el peso se depreciaría 1,7% respecto de su nivel actual, valor que llega a 3,7% en dos años. El diferencial entre tasas nominales internas y externas se ha mantenido estable desde mediados de abril.

El tipo de cambio real de mayo cayó levemente en mayo respecto de abril: 0,6%. Por su parte, el TCR-5 disminuyó 1,2%. El valor del tipo de cambio real estimado para junio se ubica en 100,6. El diferencial entre tasas reales internas y externas detuvo la caída que venía sufriendo durante el año.

Para el primer trimestre de este año las cuentas nacionales trimestrales reflejan un crecimiento de la demanda interna en torno a 1 punto porcentual menor que el incluido en el escenario base del de Política Monetaria, esto por menor acumulación de existencias. Algo cualitativamente similar ocurre con las proyecciones para el segundo trimestre.

Según indicadores recientes la evolución del consumo privado está aproximadamente en línea con proyectada en el escenario central del Informe de Política Monetaria de mayo. A su vez, los determinantes de este siguen apoyando un panorama favorable: el empleo ha continuado aumentando y las condiciones crediticias para el consumo siguen favorables, a pesar de que las expectativas de los consumidores se mantienen marginalmente en la zona de pesimismo. Respecto de esto último, en mayo las expectativas de los consumidores (Índice de Percepción



Económica) volvieron a empeorar —aunque a un menor ritmo que el observado anteriormente— por una caída de la percepción del país.

Los indicadores parciales de consumo habitual de abril no muestran cambios relevantes respecto de los meses previos. Las ventas de supermercados INE crecen a tasas anuales del orden de 8%, similar al promedio de 2004. Las ventas de bienes de consumo no durable (Cámara Nacional de Comercio), a su vez, crecen a tasas anuales por sobre las de fines del año pasado.

Los indicadores parciales de bienes de consumo durable, en tanto, continúan creciendo a tasas anuales de dos dígitos: 10% las ventas de la Cámara Nacional de Comercio y 27% las ventas de automóviles nuevos.

En el segundo trimestre se continuaría acumulando existencias aunque a un ritmo un poco menor que el considerado en el escenario base del Informe de Política Monetaria, para alcanzar en el año móvil a 1,7% del PIB. Este cambio se explica por menores importaciones de bienes de consumo, un mayor incremento de las exportaciones y a una mayor utilización de existencias de bienes intermedios reflejado en el aumento de la actividad.

Los resultados entregados por el Indicador Mensual de Confianza Empresarial entregan un panorama general coherente con lo anterior, pero heterogéneo a nivel sectorial.

La información reciente de la formación bruta de capital fijo y, en particular, de las importaciones de bienes de capital sigue dando cuenta de una atenuación de la inusual fortaleza que mostraban en trimestres anteriores.

El indicador mensual de confianza empresarial de mayo mantuvo la percepción optimista del mes anterior (59 puntos), aunque con cambios a nivel sectorial. Solo el sector de la minería aumentó su optimismo, pasando a liderar el índice.

La proyección de la formación bruta de capital fijo para el segundo trimestre de 2005 muestra menor crecimiento y velocidad de expansión que en periodos anteriores —explicado por el componente de maquinaria y equipos (44% de la formación bruta de capital fijo)— aunque sigue algo por encima de lo proyectado. En particular, en mayo el nivel desestacionalizado de las importaciones de bienes de capital crece a tasas menores que en meses previos.

Sin perjuicio de lo anterior, destaca que los niveles de la inversión en maquinaria y equipos continúan elevados y que el dinamismo de este componente ha sido generalizado.

El componente construcción y obras de ingeniería (56% de la formación bruta de capital fijo) se mantuvo estable en mayo, en torno a sus altos niveles proyectados, acorde a los antecedentes de demanda de insumos, permisos de edificación e información de la Corporación de Bienes de Capital. Por otro lado, en abril las ventas desestacionalizadas de viviendas a nivel nacional disminuyeron por segundo mes consecutivo.

En abril, el balance presupuestario acumulado en doce meses del Gobierno Central llegó a 3,8% del PIB. Este resultado se dio en un contexto de mayor crecimiento tanto de los ingresos presupuestarios (21,2% anual) como de los gastos presupuestarios (4,8% anual) respecto del mes anterior.

Entre los ingresos presupuestarios destacan: tributarios (11,2% anual), cobre bruto (364% anual) e imposiciones previsionales (11,7%), los cuales aportan 22,3 puntos porcentuales del crecimiento. Entre los gastos presupuestarios sobresalen: personal (5,7%), bienes y servicios (13,2%), subsidios y donaciones (6,2%) e inversión pública (5,1%), los cuales explican 4,6 puntos porcentuales del crecimiento.

h



Respecto del avance sobre lo presupuestado, en abril los ingresos y gastos alcanzaron a 42% y 30,3%, respectivamente. Los primeros superaron el promedio histórico, mientras los segundos estuvieron de acuerdo con lo presupuestado.

La actualización de las proyecciones para el 2005 de las estadísticas financieras del Gobierno Central realizadas por la autoridad fiscal indicó que los supuestos macroeconómicos se ajustaron hacia valores similares a los considerados en el Informe de Política Monetaria de mayo. Aun así, el balance estimado por la autoridad fiscal (2,2%) supera la estimación del Banco (1,6%) debido, principalmente, a un mayor impuesto a la renta.

Se estima que en el segundo cuarto del año el incremento anual del volumen de las exportaciones sería superior al del trimestre previo. Esto se explica por la mayor cantidad de exportadores de los sectores industrial y agrícola. Con todo, en mayo las exportaciones alcanzaron a US\$ 3.260 millones (13,8% anual).

El crecimiento de la cantidad importada del segundo trimestre sería inferior al del primer cuarto del año, explicado por menores volúmenes importados en bienes de consumo y de capital. Los bienes intermedios, en tanto, tendrían un crecimiento de la cantidad importada superior al del trimestre previo, afectado, en parte, por mayores internaciones de petróleo. Con todo, en mayo, las importaciones alcanzaron a US\$ 2.400 millones (20,4% anual).

En abril la cuenta de capital y financiera registró egresos netos de US\$ 314 millones, equivalentes a US\$ 1.268 millones si se excluyen los activos de reserva. Este resultado fue producto de flujos positivos de inversión directa (US\$ 812 millones) y otra inversión (US\$ 774 millones), contrarrestados por egresos netos de activos de reservas (US\$1.582 millones), inversión de cartera (US\$ 275 millones) e instrumentos financieros derivados (US\$ 43 millones).

En abril, el crecimiento anual de la actividad (6,3%) fue cerca de 1 punto porcentual superior al previsto la reunión anterior, mientras la velocidad instantánea se acercó a cifras del orden de 6% anual. El resultado de abril se explicó principalmente por la actividad industrial, la construcción y el comercio. Parte se contrarrestó con la caída del sector minero.

La actividad industrial retornó a tasas de crecimiento en torno a 10% anual, con una velocidad de expansión cercana a 6% anual. Todos sus componentes mostraron alto crecimiento, en particular las ramas ligadas al mercado externo y el consumo.

La producción minera tuvo una variación anual negativa en abril debido a factores transitorios, que provocan una tasa de crecimiento del sector en el segundo trimestre menor que la incluida en el escenario base de mayo.

El sector construcción continúa creciendo por sobre el 9% anual. En abril, los despachos de cemento y materiales de construcción también mostraron mayor dinamismo, alcanzando tasas de crecimiento anual de 18% y 10%, respectivamente.

Para el segundo trimestre de este año, se estima que la actividad agregada crecería cerca de 6% anual. Este crecimiento resulta mayor que el previsto en el Informe de Política Monetaria de mayo, y se relaciona principalmente con un mejor desempeño de la industria dados los datos conocidos de abril. Los sectores industria, comercio y construcción explicarían parte importante de la actividad total. Por otra parte, en electricidad, gas y agua se verificaría una mayor tasas de crecimiento anual producto de la mayor generación de energía hídrica que ahora se estima.



Según la información reportada por el INE para el trimestre móvil finalizado en abril de 2005, tanto el empleo total nacional como el privado continuaron con altas tasas de crecimiento en doce meses: 3,6% y 3,3%, respectivamente. Descontando efectos estacionales, respecto del trimestre móvil previo se verificó un aumento cercano a 10 mil y 6 mil puestos de trabajo para el empleo nacional y privado, respectivamente.

Por categoría ocupacional, el empleo asalariado continuó creciendo con fuerza (5,1% anual), en contraposición a la dinámica del empleo por cuenta propia, que registró en abril una variación anual de -0,3%. A nivel sectorial, el empleo ligado al comercio creció en torno a 7% anual, cifra que no se observaba desde septiembre de 1997. La ocupación industrial INE continuó disminuyendo aunque con menor fuerza, a la vez que la medida por la Sociedad de Fomento Fabril para abril no mostró cambios respecto del mes anterior. Por su lado, el empleo en el sector construcción y servicios continuó dinámico.

La tasa de desempleo nacional del trimestre móvil finalizado en abril fue 8,2%, esto es, medio punto porcentual por debajo de la de igual período del año anterior. Descontando efectos estacionales volvió a disminuir: -0,1 punto porcentual con respecto a marzo.

En mayo, las vacantes de trabajo no presentaron cambios relevantes: se mantuvieron los niveles desestacionalizados y la tasa de crecimiento anual en torno a 1%. Parte de la reciente divergencia que este indicador ha mostrado respecto del empleo asalariado puede atribuirse por el incremento del empleo en la construcción. Este sector, cuyas ofertas de empleo son difíciles de medir, no se incluye en el índice de vacantes.

Según la información a mayo, las expectativas de hogares y empresarios respecto de la evolución del mercado laboral en los próximos meses, ambos indicadores registraron un mayor optimismo que el mes previo.

En mayo, el IPC tuvo una variación mensual de 0,3%, cifra que fue de 0,5% para el IPCX y 0,2% para el IPCX1. Así, el incremento del IPC en doce meses llegó a 2,7%, mientras el del IPCX se situó en 2,4% y el del IPCX1, en 1,7%.

Las principales alzas del mes se produjeron en el grupo transporte (0,8%), seguido de vivienda (0,4%), alimentación (0,2%) y equipamiento de la vivienda y otros, ambos con (0,1%). No se consiguieron variaciones en los grupos vestuario, salud y educación y recreación.

Respecto de lo proyectado en la reunión anterior, hubo sorpresas tanto en el IPC como en el IPCX, no así en el IPCX1. Las principales diferencias estuvieron en las tarifas de teléfonos y agua potable incluidas en vivienda. En los teléfonos no se verificó el efecto de los cobros retroactivos por la entrada en vigencia del nuevo decreto tarifario del sector que se supuso en el escenario base del Informe de Política Monetaria. De acuerdo con la nueva revisión de la información por parte del INE, no se verificarían cambios por este concepto, por lo que esta sorpresa no se revertirá. En cuanto a las tarifas del agua potable, las diferencias provinieron del desfase en la entrada en vigencia del decreto tarifario del sector de marzo. Como en ocasiones anteriores, esto último provocará efectos sube/baja en el IPC de mayo a julio, aunque de magnitud considerablemente menor que la de otros episodios y que no altera el escenario de mayo.

La velocidad instantánea del incremento de la inflación del IPCX1 aumentó respecto del mes anterior, aunque en términos anualizados se mantiene por debajo de 2%. En el caso del IPC e IPCX, aumentó por la incidencia de una sola vez de tarifas y combustibles.

Todas las medidas alternativas de inflación subyacente, esto es, el IPCX2 y las medias podadas de IPC, IPCX e IPCX1, presentaron trayectorias al alza, continuando con la tendencia de gradual aumento de meses anteriores. En la actualidad se encuentran en niveles comparables con los observados a fines de 2003.



El señor Presidente hace presente sobre el particular, que la política del Banco no es la de cambiar las proyecciones semana a semana y cree que no existen elementos suficientes todavía para modificarlas.

El Consejero señor Marfán comenta también en cuanto al escenario internacional, que el Fondo Monetario había efectuado una revisión a la baja de su proyección de tasa.

El señor Presidente comenta, que en el entorno macroeconómico, en el cuadro general, Europa se ve más débil, y en menor medida, en América Latina. En cuando a Estados Unidos de América está en el margen algo mejor de lo que se apreciaba hace unos meses atrás. Por su parte, Japón se encuentra en la misma situación. Asimismo, aunque es extrapolar, también estamos medio punto por encima que hace un mes atrás.

Con relación a los mercados financieros nacionales, el señor Ministro de Hacienda consulta sobre las razones del alza y posterior de las tasas de interés de los Pagarés Descontables del Banco Central.

El relación a este tema el Gerente de División Política Financiera, señor Luis Oscar Herrera, señala que, en su opinión, la evolución de estas tasas refleja los cambios en la estructura de remuneración de los depósitos en moneda nacional que sirven para constituir reserva técnica. Hasta el 8 de junio pasado, estos depósitos se remuneraban en 25 puntos base bajo la tasa de política monetaria, ahora se remuneran 100 puntos base bajo la misma tasa. Esta situación aumentó el atractivo de los Pagarés Descontables del Banco Central para constituir reserva técnica y, en consecuencia, llevó a reducir su tasa de interés. Antes de este cambio, los Pagarés Descontables del Banco Central eran una opción menos atractiva, lo que explica porque caen sus tasas. El aumento previo obedece a la trayectoria general de las tasas de interés de corto plazo.

Consulta nuevamente el señor Ministro si esto no tiene que ver con el episodio de falta de liquidez. Al respecto, el señor Herrera hace presente que, en su opinión, la evolución de la tasa de los Pagarés Descontables del Banco Central de Chile refleja principalmente la evolución de aspectos relacionados con la liquidez y específicamente con los requerimientos de Reserva Técnica y el costo alternativo de los instrumentos que se usan para constituirla. Esta situación distorsiona la lectura que se puede hacer a partir de este instrumento acerca de las expectativas sobre la política monetaria.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señala, que en cuanto a la compensación inflacionaria ésta ha disminuido y eso es un componente que tiene que ver con los cambios en la inflación esperada para los próximos meses, respecto a la inflación que se observó en los últimos meses del primer trimestre de este año. La evidencia que se tiene indica que esta compensación inflacionaria, el componente de premio de esta compensación inflacionaria, es decir, aquél componente que queda si uno le resta las expectativas de inflación que dan las mesas de dinero, ese tiende a ser muy sensible a cambios esperados en la inflación mes a mes. Agrega el señor Gerente que ni siquiera las sorpresas inflacionarias tienen una magnitud muy importante, es el hecho de pasar de meses con inflaciones más altas a meses con inflaciones más bajas, aunque eso sea esperable también, es deseable que esta compensación se mueva en esa forma. En consecuencia indica, no tendríamos acá elementos de sorpresa muy significativos en la trayectoria a la baja desde este momento acá y tampoco los habría habido en el incremento previo que se vio hasta el Informe de Política Monetaria de mayo.



El Gerente de División Estudios, señor Rodrigo Valdés, comenta que la capacidad que tiene el mercado para arbitrar está un poco restringida por la normativa. La venta corta, por ejemplo, que podrían hacer las Administradoras de Fondos de Pensiones de papeles del Banco Central de Chile, no pueden realizarla, lo que dificulta los arbitrajes.

El Gerente de División Política Financiera, interviene para señalar que algunos inversionistas parecen privilegiar el alto retorno nominal de corto plazo asociado a variaciones puntuales de la UF, por sobre un menor retorno promedio de los instrumentos en UF que se devenga durante un plazo largo. Agrega que en algunas ocasiones, cuando se producen aumentos puntuales y significativos del IPC, se observan aumentos extraordinarios de la tasa de interés nominal, lo que se interpreta como un aumento de la expectativa de inflación, pero en realidad puede corresponder a un cambio en el premio.

También indica el señor Herrera, que el retorno nominal en teoría se ve compensado después porque las tasas bajan inicialmente y después vuelven a subir. Algunos inversionistas dejan eso devengándose a la tasa histórica entonces, lo que aprecian es una compensación al muy alto retorno en el corto plazo, y un bajo retorno durante un período largo de tiempo.

El Consejero señor Marfán, señala que no le convence ese razonamiento, porque las ganancias de capital que hay en una pequeña fluctuación de la tasa de interés en un bono a diez años, significa que a uno le conviene comprar un mes y vender al mes siguiente, para efectuar una buena utilidad o arbitrar.

El Presidente, señor Vittorio Corbo señala que también la diferencia no es solamente la inflación esperada, también está el riesgo, entonces el riesgo cambia, a veces hay riesgo de liquidez y a veces hay riesgo de inflación, eso se ocupa para mirar tendencias, cuando había preocupación, sin lugar a dudas en septiembre y fines de 2003 hubo una gran intranquilidad porque se fue para abajo sistemáticamente y no se tenía una razón, hace presente que se estudió mucho este gráfico cuando se decidió bajar las tasas de interés dos veces, en diciembre de 2003 y enero de 2004. Agrega que cuando ya se tuvo claro que no era ruido y era una cosa que seguía para abajo se bajó un punto la tasa usando esa información.

El Gerente de División Internacional, señor Jadresic, ante una consulta sobre la situación en otros países, señala sobre el mismo tema, que en los datos para los bonos a diez años plazo de Estados Unidos de América, en el último año se han visto fluctuaciones de expectativas de inflación que estaban en junio del año pasado casi a 2,80 y que bajó a niveles de 2,25 en tres meses y medio. Agrega que las comparaciones que se han realizado para bonos a mediano plazo indican que en el caso de Chile no se observa mas volatilidad que lo que se observa en los Estados Unidos de América.

En cuanto a demanda agregada, el señor Gerente de Análisis Macroeconómico señala que estima necesario anotar un par de cosas, primero, que en el primer trimestre de este año, se indicó en la minuta de antecedentes que se produjo una modificación en muestras estimaciones. En el Informe de Política Monetaria de mayo se esperaba un crecimiento de 5,7%. Sin embargo, indica que antecedentes posteriores señalan que el crecimiento del PIB fue de 5,8% pero con un menor dinamismo de la demanda interna.



En mayo, se observó un aumento de los ítemes que bajan de precio en contraposición a los que suben. Al mismo tiempo, disminuyeron levemente los que no cambian de precio.

El índice de precios al productor (IPP) tuvo una variación anual de 8,4% en mayo (10,9% el mes anterior). Considerados los precios con correspondencia en el IPCX1, la variación llegó a 2,1% (1,9% el mes anterior).

Las medidas de márgenes tuvieron descensos leves de acuerdo con la última información conocida. Se observa este comportamiento tanto para la relación de precios con correspondencia en el IPCX1 e IPP, como para la medida de márgenes de durables incluidos en el IPC y el IPM.

En abril tanto la tasa de crecimiento anual del costo de la mano de obra total (CMO) como la del CMOX se ubicaron en 4,6%. Esto significó un nuevo aumento respecto de diciembre —3,2% el CMO y 2,2% el CMOX— que se asocia al efecto del cambio en la jornada laboral.

Respecto de los costos laborales unitarios, en abril la tasa de crecimiento anual del Costo Laboral Unitario total se mantuvo en cifras negativas. Descontando servicios comunales, sociales y personales, para electricidad, gas y agua y minería (CLUX), se aprecia un comportamiento similar.

Los supuestos para el petróleo *Brent* no se modifican significativamente respecto del escenario base de mayo, con precios para el segundo trimestre cercanos a US\$ 50 por barril. Además, dada la evolución reciente del tipo de cambio, se corrige al alza el supuesto del precio del dólar. Contando ambos elementos, se confirma que la tarifa de la locomoción colectiva bajará \$ 10 a mediados de mes y se sigue esperando que caiga otros \$ 10 a mediados de julio. Para fines de año, sin embargo, desaparece del escenario base la caída de \$10 considerada en el cuarto trimestre. Esto implica que la inflación IPC de fines de 2005 es, por este concepto, 0,15 puntos porcentuales mayor que la incluida en el Informe de Política Monetaria. Respecto de las tarifas telefónicas, la evaluación del INE del efecto del nuevo decreto llevó a no incluir efectos retroactivos en la cuenta tipo del IPC, por lo que desaparece del escenario de corto plazo la incidencia que se supuso por este concepto. A ello se suma el efecto retroactivo de la entrada en vigencia del decreto del sector sanitario (agua potable). El impacto combinado de ambas noticias es del orden de 0,1 punto porcentuales de mayor inflación IPC para fines de año.

En junio, el IPC, IPCX e IPCX1 tendrían una variación mensual de 0,2% (2,5%, 2,3 y 1,7% anual, respectivamente). La proyección de inflación IPCX1 de corto plazo no contempla cambios relevantes respecto del escenario base de mayo. La inflación del IPC y el IPCX, en cambio, aumentan a consecuencia de las noticias de mayo y el nuevo escenario de tarifas comentado previamente. La inflación anual del IPC se ubicaría en 3,1% a fines de año, valor 0,3pp. mayor que el del Informe de Política Monetaria y explicado totalmente por el cambio en las tarifas de teléfonos, agua potable y locomoción colectiva.

El Presidente don Vittorio Corbo ofrece la palabra para comentarios.

El Gerente de División Internacional, señor Esteban Jadresic, señala que le parece necesario que tanto el precio del petróleo como del cobre en las últimas semanas han experimentado una tendencia mayor al alza. Señala que, si bien no afecta las proyecciones centrales que se han presentado por la Gerencia de Análisis Macroeconómico, ello implica que actualmente el balance de riesgos respecto a esas proyecciones es de precios más altos. En otras palabras, hoy día puede verse un riesgo de que si hubiese que hacer las revisiones, éstas posiblemente serían al alza.



El señor Ministro consulta cual sería la cifra definitiva.

Sobre el particular el Gerente de División Estudios, señor Rodrigo Valdés, acota que aquí se está comparando la información disponible para el Informe de Política Monetaria de mayo con lo que hoy día se sabe, lo que es distinto a comparar lo que hoy se sabe respecto de las cuentas nacionales al primer trimestre. Respecto de esto último, la información es en todo caso muy parecida, la única diferencia es una décima de crecimiento.

El Gerente de Información e Investigación Estadística, señor Ricardo Vicuña agrega a lo anterior, que con la información actual es 5,8%, pero existe una serie de cambios que todavía pueden suceder y, por lo tanto, la próxima publicación, en un trimestre más podría ser 5,8% o volver a 5,7% o podría subir a 5,9% pero esta es la última información disponible.

Agrega el señor Vicuña que el 2004 se revisa actualmente haciendo la cuenta efectiva, ya que lo del año pasado fue simplemente una estimación preliminar, sin cuentas, entonces durante este año se empieza a efectuar por primera vez la cuenta de 2004 y se publica anualmente el próximo año, en el mes de marzo.

El Consejero señor Marfán, hace presente que desea efectuar algunas reflexiones. Indica, que se tenía como un escenario de riesgo en el Informe de Política Monetaria, el aumento de existencias observado, podía ser no deseado y que, por lo tanto, podría haber algún elemento menos expansivo de la demanda interna. Le parece que las cifras están confirmando que el escenario central era el correcto, en el sentido de que existe una evolución de la variación de existencias incluso debajo del escenario central y, el consumo ha estado creciendo bien. Lo anterior tiende a validar el escenario central en materia de demanda interna, tal vez un poco mayor que lo que está en ese escenario, por lo que está ocurriendo con la inversión. Sin embargo, señala que le llama la atención que las exportaciones, que fue el tema que se discutió largamente, en el Informe de Política Monetaria, venían en una proyección muy baja y que tiende a confirmar que las exportaciones tienen un dinamismo difícil de prever.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor García señala, que respecto de las exportaciones en particular, estima que deben separarse varias cosas. En el primer trimestre, la modificación se ve con lo que ocurre con servicios, con la incorporación de éstos en la cuenta de exportaciones trimestrales. Agrega, que los volúmenes no se alteran respecto al Informe de Política Monetaria. En cuanto al segundo trimestre, en tanto, la modificación al alza tiene que ver con algunos sectores que llevan al cambio de los precios, principalmente, en el sector agrícola.

El Presidente, señor Vittorio Corbo, suspende la Sesión a las 13:10 horas e informa que la misma se reanudará a las 16:00 horas.

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 79.

Se deja constancia que no se encuentra presente en la Sala, la Secretaria Ejecutiva del Gabinete de la Presidencia, señora Cecilia Feliú Carrizo.

4



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

Al respecto, el señor Gerente de División señala que:

1. En la reunión de política monetaria de mayo, el Consejo decidió aumentar la tasa de interés de política en 25 puntos base, a 3,25%. En esta decisión se consideró que el crecimiento de la actividad, aunque más atenuado que en trimestres pasados, seguía siendo superior a su tendencia y que, más allá de movimientos inusuales en precios específicos y de la incidencia directa que tiene el alza del precio del petróleo, la tendencia inflacionaria seguía aumentando gradualmente, en línea con lo previsto.
2. Los antecedentes acumulados desde la última reunión muestran que las condiciones externas, tanto reales como financieras, se mantienen favorables. Las tasas de interés de largo plazo de las principales economías han disminuido. Si bien los precios del petróleo y del cobre han vuelto a aumentar en las últimas semanas, ello no modifica el escenario promedio esperado para este año.
3. Internamente, el crecimiento de la actividad sigue siendo sólido, por encima del crecimiento del PIB de tendencia, y la heterogeneidad sectorial se ha ido atenuando, especialmente entre los sectores no ligados a recursos naturales. La demanda interna ha seguido creciendo a tasas elevadas, y sus distintos componentes aparentemente están en trayectorias coherentes con el escenario central de proyecciones. Las cifras del mercado laboral han continuado mostrando un panorama positivo. Varias de las fuentes de riesgos para el escenario de crecimiento —abastecimiento de gas natural, hidrología, dinámica de los inventarios y del consumo— se han debilitado algo.
4. Las condiciones financieras internas siguen siendo claramente expansivas, lo que se aprecia en el alto crecimiento de los agregados de crédito y dinero y en el nivel de las tasas de interés.
5. Con respecto a los precios, la inflación mensual del IPC superó la proyección por más de dos décimas, mientras que el IPCX1 estuvo en línea con lo esperado. Las medidas de la tendencia de la inflación anual siguen aumentando gradualmente, mientras los costos laborales unitarios se mantienen bien contenidos, a pesar del mayor aumento de los salarios por hora.
6. Con los antecedentes disponibles, las opciones que parecen más plausibles para esta reunión son aumentar la tasa de política monetaria en 25 puntos base o mantenerla en su nivel actual.
7. La sintonía de los antecedentes con el escenario central de proyecciones es coherente con mantener la estrategia aplicada desde septiembre pasado. En particular, el aumento progresivo de la tendencia inflacionaria dentro de lo previsto y el hecho de que el crecimiento de la actividad continúa sobre su tendencia apoyan la necesidad de continuar con la normalización pausada de la política monetaria, la que aún es claramente expansiva. Como se ha discutido en otras oportunidades, en un mes particular tanto un alza acotada como una mantención de la tasa de política monetaria son congruentes con esta estrategia. Para diferenciar en esta oportunidad entre ambas opciones es pertinente revisar las noticias más importantes y aspectos tácticos.

M



8. Respecto de lo supuesto en el escenario central de proyecciones, la importancia de las novedades es acotada. Sin embargo, se puede justificar aumentar la tasa de política monetaria en esta reunión por las noticias de relativa mayor fortaleza de la actividad en el segundo trimestre, la atenuación de algunos riesgos a la baja en el escenario de crecimiento y el que la inflación del IPC haya seguido aumentando algo más que lo proyectado (aunque por razones puntuales bien identificadas relacionadas con tarifas), situación que también se reflejó en el IPCX. Como se ha comentado otras veces, un alza en esta oportunidad haría más probable que los ajustes posteriores sean más graduales.
9. Por su parte, otras de las noticias del mes también podrían justificar postergar el alza de la tasa de política monetaria. En particular, el que los costos laborales unitarios parecen continuar disminuyendo en 12 meses una vez que se considera la productividad por hora, en momentos en que además la velocidad de expansión del IPCX1 se ubica cerca del piso del rango meta, apoya la opción de pausar este mes. La trayectoria que han tenido las tasas de interés internacionales de largo plazo también favorecen esta opción.
10. Desde el punto de vista táctico, se podría justificar mantener la tasa de política monetaria si se evaluara que tres alzas consecutivas arriesgan que se las interprete como un aumento del ritmo de normalización por encima del que se ha considerado adecuado para el escenario más probable. Este riesgo, sin embargo, no parece tan serio cuando se considera que mientras una mayoría relativa de las expectativas supone un alza de tasas para esta reunión, la trayectoria esperada de las tasas para los próximos meses no ha sufrido mayores cambios. Quizás el riesgo más relevante sea validar —incluso exacerbar— la trayectoria de corto plazo de las tasas de mercado, que están por encima de una trayectoria esperada de la tasa de política monetaria coherente con el escenario base. El riesgo opuesto, que ante una mantención de la tasa de política monetaria se interprete que el ritmo de normalización ha cambiado, también es acotado y se puede abordar directamente en el comunicado, como se ha hecho en otros momentos de pausa.

El Presidente, don Vittorio Corbo ofrece la palabra para comentarios.

El señor Gerente de Investigación Económica, señor Klaus Schmidt-Hebbel, señala que el aún intenso impulso monetario actual, reflejado en una tasa de interés real de corto plazo ex ante cercana a 0%; la proyección de cierre completo de la brecha del producto hacia el final del horizonte de política; los rezagos con que actúa la política monetaria; la proyección central de la normalización de la tasa de dicha política en el escenario base del Banco, hasta llegar a una tasa neutral de 7,5% a comienzos del año 2008 (y no antes); el incremento de ahí derivado de la tasa de política monetaria en 31 puntos base mensuales en el segundo trimestre, supuesto de trabajo interno que se traduce a proyectar un incremento promedio de 22,5 puntos base en cada una de las reuniones de política monetaria del año 2005, desde ahora y hasta diciembre de ese año; el alza significativa de las tasas forward de mercado —aunque ellas pueden tener un componente, ciertamente incierto— de ruido coyuntural; el aumento marginal en las expectativas de inflación de los encuestados y el aumento significativo de las compensaciones inflacionarias —nuevamente posiblemente alteradas coyunturalmente por un shock de portafolio o por el alza en inflaciones mensuales recientes, también de carácter incierto; el consenso de 100% en un alza de 25 puntos base de la tasa de política monetaria en las mesas de dinero encuestadas, y considerando fundamentalmente, las proyecciones de inflación del escenario base del Banco, consistentes con todo lo anterior, que muestra una joroba en la inflación, llegando a 3,2% (IPC) y 3,5% (IPCX) al término del horizonte de política, producto de una gestión monetaria conservadora y pausada, reflejada en la inercia que exhibe la regla de política monetaria, concluye el señor Gerente mencionado, que la opción de alza de 25 puntos base domina inambiguamente a la mantención de la tasa de política monetaria en esta oportunidad.



Interviene el Gerente de División Internacional, señor Esteban Jadresic para señalar, que compartiendo el análisis que presenta la Gerencia de División Estudios le llama sobre todo la atención los datos que se están presentando sobre costos laborales unitarios. Indica que con la reducción de la jornada laboral tendría que haberse producido un aumento de tales costos, sin embargo se está viendo lo contrario, en un contexto en que, esos costos están creciendo muy por debajo de lo que sería consistente con una situación de estado estacionario para la inflación de 3%. Estima que este elemento es bien llamativo y que, frente a este, las demás novedades presentada en esta reunión son de importancia relativamente menor. Con todo, le parece importante destacar que el IPCX1 está en línea con lo esperado previamente y que las expectativas del mercado, respecto a las tasas, deben descontarse por las distorsiones que existen. Concluye que, en este contexto y dentro del marco general de normalización pausada de la tasa de interés de política monetaria, una mantención de tasas de interés resulta más coherente con los antecedentes disponibles.

El señor Ministro de Hacienda, señor Nicolás Eyzaguirre, señala que le parece adecuado destacar dos aspectos. El primero, respecto a las tasas largas cree que no es descartable que afuera las tasas todavía bajen un poco más, quizá no en el caso de Estados Unidos, pero sí tratándose de Europa, lo que de alguna forma le va a poner un límite a las tasas largas en Chile. Señala que si a lo anterior le unimos que la tasa se ha subido dos veces consecutivas, hacerlo tres veces consecutivas generaría una señal algo extraña, porque de manera no ambigua cree que esta vez, independientemente de qué mes se considere, el mercado no tendría otra alternativa que pensar que ha habido un cambio en el ritmo de normalización. Entonces, un ritmo de ese tipo con tasas largas que no van a subir mucho, se va a transformar en una curva difícil de entender. En segundo término, señala que tiene una duda razonable que lo que hemos estado observando, en términos del alza monotónica del IPCX1 o casi monotónica, sea realmente una tendencia muy definida con arreglo al cierre de las brechas. Agrega, que no descarta que lo sucedido sean efectos de segunda vuelta que explican el muy considerable incremento que ha tenido el precio del petróleo y que algo de esa tendencia esté influida por dicho fenómeno, y si la curva forward del petróleo representa lo que va a pasar, podría presentarse en una situación en que tuviéramos una cierta meseta en el IPCX1 con una secuencia de alza de tasas claramente más acelerada que en el pasado.

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

El Consejero señor Manuel Marfán, agradece el análisis del staff, y agrega que, en lo grueso, los antecedentes aportados por la Gerencia de División Estudios confirman que la economía se está desenvolviendo en torno al escenario central descrito en el último IPOM. Asimismo, estima que no hay sorpresas en la inflación subyacente IPCX1 la que continúa la trayectoria ascendente según lo previsto. La demanda interna muestra un crecimiento vigoroso dejando atrás, por ahora, el escenario de riesgo de un aletargamiento de la misma. El escenario internacional sigue siendo favorable, a pesar de una leve corrección a la baja en el crecimiento mundial.

De acuerdo con el Consejero señor Marfán, todo lo anterior le parece que avala lo señalado en el Informe del Consejo al Senado en cuanto a que las expectativas de la tasa de política monetaria de mercado, en aquel entonces, eran congruentes con las del Banco Central, esto es, un aumento pausado y moderado de la tasa de política. No hay antecedentes que, a su juicio, hagan variar esta percepción. Es más, señala, un aumento de la tasa en esta oportunidad, la que sería la tercera alza consecutiva, podría interpretarse como una aceleración en el ritmo de



normalización de la política monetaria, lo que a su juicio traería efectos contraproducentes sobre la estructura de tasas del mercado.

Por estas razones, señala que vota por mantener la tasa de política monetaria en 3,25% anual.

El Consejero señor Jorge Desormeaux, señala que los argumentos que va a presentar se parecen mucho a los que acaba de manifestar el Consejero señor Marfán. De acuerdo con los últimos antecedentes con que se cuenta, existe una reducción de riesgos en el mercado interno; una evolución del consumo que pareciera fortalecerse; y una reducción en la estimación de las existencias, con lo cual se reduce un riesgo importante en el plano interno. A lo anterior, se suman buenas noticias en el campo de la energía, ya que existen menos restricciones de gas y una mejor hidrología. Señala también que la inflación en el mes de mayo superó las proyecciones previas, pero que existen motivos puntuales y acotados que explican lo anterior. Por otro lado, la inflación subyacente sigue en línea con lo esperado y los costos laborales unitarios muestran una trayectoria de descenso continuo. Estos antecedentes no son, como señala en el Informe de la Gerencia de División Estudios, suficientes para modificar nuestra estrategia de ajuste gradual de la política monetaria, la cual sigue siendo la mejor opción. Esto es compatible tanto con un aumento leve de la tasa de política monetaria como con la mantención de la misma.

En su opinión y aquí coincide plenamente con las opiniones anteriores, la clave para la decisión de hoy está en consideraciones de carácter táctico. De aumentar la tasa de política monetaria en el día de hoy, el Banco Central completaría tres alzas consecutivas, lo que podría llevar a parte del mercado a interpretar que se ha aumentado el ritmo de normalización de la política monetaria y esto podría validar además la trayectoria que presentan actualmente las tasas de interés de más corto plazo que están un poco por encima de lo que considera nuestro escenario base. Por el contrario, la opción de mantener la tasa en la reunión de hoy validaría el ritmo de normalización que ha seguido el Banco Central hasta la fecha, el que sigue siendo, con la información que tenemos hasta ahora, el más apropiado para cumplir con nuestra meta inflacionaria. Por lo tanto, su decisión es a favor de la mantención de la tasa y, en consecuencia, vota en tal sentido.

La Consejera señora María Elena Ovalle, indica que, como se desprende de la presentación de la División de Estudios, el entorno macroeconómico que enfrenta la economía chilena sigue mostrándose favorable y las condiciones financieras externas continúan positivas, con una leve tendencia a la baja en las tasas de largo plazo en algunas de las principales economías. Las principales novedades del mes provienen de la atenuación de algunos riesgos considerados en el escenario central de proyecciones incluido en el último IPOM. En especial, la actividad mostró gran dinamismo en abril, lo que también se confirma en los distintos indicadores provenientes del mercado laboral. En éste, destaca la sostenida reducción de la tasa de desempleo desestacionalizada, la expansión tanto del empleo nacional como del empleo privado y el continuo aumento de la productividad por hora. Asimismo, los distintos componentes del gasto interno han mostrado trayectorias coherentes a lo previsto, con una moderación en las tasas de crecimiento de la Inversión Fija.

Por el lado de la inflación, más allá de la incidencia y los vaivenes provenientes de los precios de los combustibles y de algunas tarifas, las distintas medidas subyacentes han continuado aumentando moderadamente, confirmando la trayectoria prevista de gradual convergencia al centro del rango meta en el horizonte habitual de política. Pese a los movimientos recientes en la paridad peso-dólar, el Tipo de Cambio Real continúa en niveles estables y las condiciones monetarias y crediticias siguen mostrándose acordes al entorno financiero, a pesar del incremento reciente en las tasas promedios en algunos segmentos de crédito. De esta forma, los últimos antecedentes de inflación y crecimiento nuevamente confirman



la validez de la estrategia de normalización pausada de la política monetaria y, por ende, son congruentes también con las opciones presentadas por la Gerencia de División Estudios. Aunque ambas opciones son consistentes con dicha estrategia, en esta oportunidad le gustaría destacar los siguientes aspectos: como lo señala Estudios, la información proveniente de algunos precios y costos hacen prever que en el corto plazo no se espera una aceleración adicional de la inflación de tendencia. En particular, los costos laborales unitarios aún no presentan variaciones positivas, los niveles de las distintas medidas de Márgenes continúan estables y las expectativas inflacionarias del mercado permanecen ancladas a nuestro objetivo inflacionario a distintos plazos. Esto se ha traducido en que la inflación del IPCX1 y sus perspectivas se encuentra más cercana al piso del rango meta, lo que da holguras en esta reunión para mantener la TPM en su nivel actual. A estos antecedentes y al igual que en otras ocasiones, se suman los aspectos tácticos mencionados por Estudios. Concuerta que un riesgo a considerar en esta reunión, es que el mercado interprete una nueva alza como un abandono de la estrategia de retiro pausado del estímulo monetario o una aceleración adicional en el ritmo de normalización. Además, como señaló anteriormente, se han observado en algunos segmentos aumentos en las tasas de interés por sobre lo esperable dada la trayectoria de la TPM, lo que probablemente se acentuaría con un alza adicional de la tasa de política.

Por lo tanto, considerando que durante el último mes no se han acumulado antecedentes que modifiquen sustancialmente el panorama inflacionario previsto en el último IPOM; que los principales determinantes de la inflación de tendencia no introducen presiones adicionales a las consideradas; y que una medida en este sentido es consistente con el ritmo de normalización adoptado, es que vota por una Mantención de la TPM en su nivel actual.

El Vicepresidente señor José De Gregorio señala que, las noticias económicas del último mes han mostrado que la actividad económica continua creciendo con vigor y que la inflación sigue gradualmente aproximándose al centro del rango meta. En el margen, el crecimiento ha sido algo mejor de lo esperado al corto plazo y el aumento de la inflación levemente mayor. Sin embargo, la evidencia más importante la dan los datos recientes en el sentido que el panorama macroeconómico sigue en línea con el escenario previsto en el IPOM, esto es, un cierre paulatino de la brecha del producto y un aumento de la inflación hacia el centro del rango meta. Por lo tanto, señala el señor Vicepresidente, no hay razones para desviarnos de la estrategia de retiro gradual y pausado del estímulo monetario iniciada en septiembre del año pasado y reafirmada en nuestro último IPOM. Señala que al analizar la actual coyuntura, aisladamente a lo ocurrido en los últimos meses y a las decisiones de política monetaria más recientes, uno podría verse tentado a sugerir un alza de la tasa de política monetaria, lo que queda claramente graficado en la opinión que recién señalara el Gerente de Investigación Económica, señor Klaus Schmidt-Hebbel. Sin embargo, señala, esto significaría que en los primeros seis meses del año habríamos subido la tasa de interés cinco veces en seis meses, lo que de mantenerse al mismo ritmo significaría terminar el año con una tasa de interés de 4,75%, lo que está claramente por encima de nuestros supuestos de trabajo en el IPOM y de las expectativas de mercado. Agrega, que de materializarse el escenario del IPOM, un alza en esta reunión significaría, o que estamos adelantando el ajuste, con sus consecuentes efectos en desviarnos hacia abajo respecto a la meta de inflación, o que tendremos que hacer una pausa muy prolongada, con negativas consecuencias sobre la gradualidad deseada con que se debería ir quitando el estímulo monetario. Es por ello también, que le cuesta entender la visión bastante amplia en el mercado que hoy deberíamos subir la tasa de interés, pero al mismo tiempo terminar el año en torno al 4%. Señala que ello no es coherente con un ajuste gradual y por lo tanto, en esta oportunidad, no le parece un argumento relevante el que el mercado espere un alza de tasas. Indica, que en meses anteriores hemos subido la tasa en condiciones en las cuales en el margen se podría haber pensado que hay que mantener la tasa. Lo anterior se ha hecho porque nuestro objetivo ha sido evitar quedarnos rezagados del ajuste y, dado el actual panorama macro, esto ha demostrado haber sido una decisión acertada. Por la misma razón, estima que debemos actuar con simetría y aunque en el margen se puedan percibir señales que sugieran un alza de tasas, es



necesario considerar en la decisión de hoy cómo se enmarca ésta en la estrategia iniciada en el mes de septiembre del año pasado.

Por lo anterior, le parece adecuado en el día de hoy pausar la estrategia de alza de tasas y por ello su voto es por mantener la tasa de interés en 3,25% anual.

El Presidente señor Vittorio Corbo, señala que también comparte la evaluación de la Gerencia de División Estudios, y cree que las opciones de política que han presentado describen muy bien la situación que enfrentamos hoy, destacando una situación externa que se mantiene favorable, pero a la vez con importantes riesgos, y una evolución de la actividad y el gasto coherente con el escenario central del IPOM. En paralelo, señala el señor Presidente la inflación subyacente ajustada por tarifas reguladas también evoluciona en forma coherente con nuestras proyecciones centrales.

Agrega el señor Presidente, que de mantenerse este escenario en el tiempo, el continuo progreso en el estrechamiento de las holguras de capacidad, debería contribuir al aumento paulatino de la inflación. En estas circunstancias, la convergencia de la inflación hacia el centro del rango meta en el escenario habitual de proyección, requiere el retiro paulatino del excesivo estímulo monetario lo que es parte integral de nuestras proyecciones en el último IPOM. Por lo anterior, también se pronuncia por mantener la tasa de política y, de esta forma, continuar con la normalización pausada de la política monetaria.

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

79-01-050609 – Tasa de Política Monetaria.

En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central resolvió, por unanimidad, mantener la tasa de interés de política monetaria en 3,25% anual.

Siendo las 16.30 hrs. se retiran de la Sala el señor Ministro de Hacienda, señor Nicolás Eyzaguirre Guzmán y la Asesora Macroeconómica del Ministerio de Hacienda, señora Bernardita Piedrabuena Keymer.

III. Comunicado

“En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central resolvió, por unanimidad, mantener la tasa de interés de política monetaria en 3,25%.

La información disponible muestra que la inflación y la actividad económica exhiben un comportamiento coherente con el panorama previsto en el último Informe de Política Monetaria. El crecimiento del producto sigue siendo superior a su tendencia, apoyado por un entorno internacional favorable y por condiciones monetarias en Chile que continúan siendo claramente expansivas.



En línea con lo previsto, la tendencia inflacionaria sigue aumentando gradualmente, no obstante los vaivenes que originan los cambios de los precios de los combustibles y algunas tarifas reguladas sobre la inflación del IPC y del IPCX (que excluye los combustibles y bienes perecibles). Los costos laborales unitarios se mantienen contenidos, a pesar del mayor incremento de los salarios por hora.

La decisión de mantener la Tasa de Política Monetaria en esta oportunidad no modifica la expectativa de reducción pausada del impulso monetario. El Consejo estima que esta estrategia permite alcanzar, en el escenario más probable, una inflación en torno a 3% anual en el horizonte habitual de política de 12 a 24 meses."

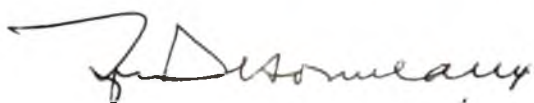
El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 16.45 horas.



JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Vicepresidente



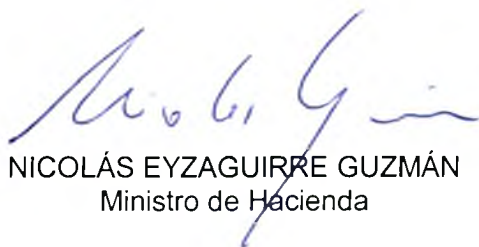
VITTORIO CORBO LIOI
Presidente



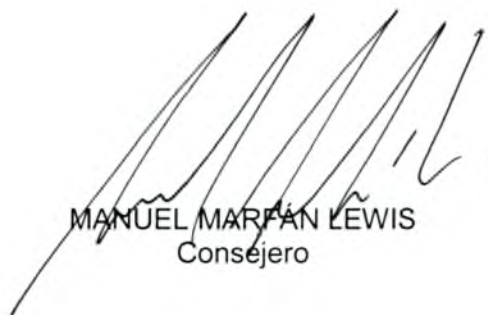
JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Consejero



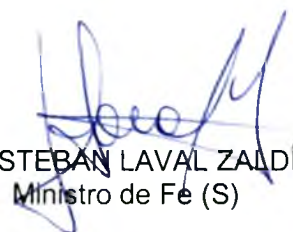
MARÍA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera



NICOLÁS EYZAGUIRRE GUZMÁN
Ministro de Hacienda



MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero



JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR
Ministro de Fe (S)



ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION DE POLITICA MONETARIA N° 80
celebrada el 12 de julio de 2005

En Santiago de Chile, a 12 de julio 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:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;
Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldívar;
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;
Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera Barriga;
Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic Marinovic;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva;
Gerente de Información e Investigación Estadística,
don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Comunicaciones, don Eduardo Arriagada Cardini;
Asesora Macroeconómica del Ministerio de Hacienda,
doña Bernardita Piedrabuena Keymer
Jefe Departamento Análisis de Coyuntura, don Enrique Orellana Cifuentes;
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 enero de 2006.

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de enero de 2006, para el día 12 de ese mes.

II. Exposición.

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

id



Durante el último mes, los riesgos detectados para la actividad interna en el Informe de Política Monetaria de mayo continuaron atenuándose. En particular, el consumo privado ha evolucionado dentro de lo previsto, mientras el abastecimiento energético se ha hecho menos estrecho y la proyección de actividad del segundo trimestre volvió a aumentar. La inversión en tanto ha seguido sorprendiendo. Con la excepción del precio del petróleo, que sigue muy elevado, el entorno externo para la economía chilena continúa favorable. Los efectos de este mayor precio de los combustibles, de una volatilidad inusual de los perecibles, además de los cambios tarifarios apuntan a un escenario de corto plazo de mayor inflación IPC e IPCX que el contemplado en el Informe de Política Monetaria. En la inflación del IPCX1 no se han visto sorpresas significativas, y se mantiene el escenario de incremento gradual de la tendencia subyacente de los precios.

Las perspectivas de crecimiento global no han sufrido modificaciones sustanciales, y se mantiene el panorama de disminución gradual de crecimiento global para este año. Coyunturalmente, la economía de Estados Unidos de América continúa dinámica, lo que junto con la sostenida expansión de China compensa la debilidad que se sigue observando en Europa. El precio del petróleo persiste en un nivel elevado, pero los precios del cobre y de otros productos de exportación siguen compensando esta situación, al menos en lo que se refiere al efecto sobre los términos de intercambio. Las condiciones financieras externas continúan favorables, gracias a las reducidas tasas de interés de largo plazo y la compresión de los *spreads* soberanos. El dólar estadounidense ha continuado apreciándose frente a un conjunto amplio de monedas. Los mercados esperan que la incidencia de los atentados del 7 de julio en Londres sean pasajeros.

Internamente, se continúa apreciando la expansividad de las condiciones financieras y monetarias. Las tasas de interés para créditos de consumo y vivienda siguen aumentando, mientras que se ha desacelerado el crédito a personas respecto de principios de año. Por otro lado, las condiciones crediticias que enfrentan las empresas siguen siendo claramente expansivas, lo que se refleja en el crédito bancario y en las colocaciones de bonos corporativos. Las tasas de interés reales de mediano y largo plazo siguen en niveles reducidos, a pesar de su incremento reciente, mientras los saldos líquidos mantenidos por los agentes siguen altos. La trayectoria implícita de la tasa de política monetaria en la estructura de tasas de interés nominales de corto plazo se ha acercado a las expectativas de los analistas, confirmando que el incremento de la curva *forward* en meses recientes no era indicativo de un aumento sustancial de la tasa de política monetaria esperada.

Por el lado de la actividad, se ha acentuado la expectativa de un crecimiento económico en el segundo trimestre superior al previsto en el Informe de Política Monetaria de mayo. A esto han contribuido factores tanto de demanda como vinculados a sectores de recursos naturales. Por una parte, la actividad industrial ha mostrado una expansión superior a la prevista en ese momento, mientras los antecedentes coyunturales para el comercio también reflejan un mayor crecimiento de este sector. Por otra parte, el relajamiento de las restricciones al gas natural y la mejora de las condiciones hidrológicas han empujado al alza el valor agregado generado por el sector energético.

En la evolución de los distintos componentes de la demanda se ve también una mitigación de los riesgos negativos identificados en el Informe de Política Monetaria. En particular, el consumo privado ha continuado aumentando dentro de lo esperado. La expansión de la formación bruta de capital fijo en maquinaria en tanto sigue sorprendiendo por su intensidad, lo que da pie para contemplar como probable que se dé, en los próximos trimestres, una situación de dinamismo de la inversión mayor al previsto.

14



El incremento de la ocupación, aunque menor que el observado durante parte del 2004, sigue elevado, superior al 4% anual en lo que va de este año. En los últimos trimestres, la tasa de participación se ha mantenido estable, por lo que esta mayor ocupación ha redundado en una disminución importante de la tasa de desempleo desestacionalizada, con lo que se disipa plenamente el anómalo comportamiento de esta variable en parte del año pasado. El dinamismo del mercado laboral se aprecia en la generalidad de los sectores y categorías de ocupación, lo que confirma el diagnóstico de progresivo cierre de holguras en la actualidad.

En lo más coyuntural, este cierre de brechas algo más rápido que el anticipado no ha traído sorpresas significativas de alza en la inflación subyacente IPCX1. En efecto, las distintas medidas de la tendencia inflacionaria continúan mostrando un incremento gradual, en línea con lo previsto. Los costos laborales unitarios continúan contenidos, gracias a que la productividad ha mostrado incrementos que hasta ahora han compensado el aumento de las remuneraciones por hora. Los cambios más significativos en la trayectoria de la inflación de corto plazo responden a la incidencia directa y vía tarifas reguladas del mayor precio de los combustibles, con lo que la inflación anual del IPC ya supera lo previsto en el Informe de Política Monetaria. Aunque estas noticias apuntan a una mayor inflación subyacente en el curso del 2006, la magnitud de dicho efecto sigue siendo incierta.

I. Escenario internacional

El señor Gerente de Análisis Macroeconómico destaca que el escenario externo para la economía chilena se mantiene favorable, con un crecimiento mundial dinámico y condiciones financieras positivas. El dólar ha continuado apreciándose en los mercados internacionales, particularmente respecto del euro, mientras que dentro del contexto de normalización gradual de la política monetaria en Estados Unidos de América, las tasas de interés de largo plazo continúan bajas.

No se aprecian cambios significativos en las proyecciones de crecimiento mundial durante los últimos meses. Por regiones, destaca la revisión al alza de las cifras de crecimiento del PIB de Estados Unidos de América del primer trimestre: 3,8% t/t (3,7% a/a). Si bien el sector industrial parece haber perdido algún dinamismo, el consumo y la inversión, particularmente del sector residencial, siguen mostrando fortaleza. A ello ha contribuido la creación de empleos en lo que va del año.

En la zona euro, los indicadores siguen dando cuenta de un panorama debilitado. Si bien el clima de negocios parece estar mejorando, la confianza de los consumidores, así como los indicadores de actividad, han continuado deteriorándose.

China sigue mostrando un fuerte dinamismo de la actividad. La inversión continúa creciendo a tasas de dos dígitos, no obstante las medidas adoptadas para moderar su expansión. Apoyan este dinamismo el consumo y la demanda externa, que han llevado a revisar al alza las proyecciones de crecimiento para este año.

El precio del petróleo aumentó de manera importante en junio, llevando el promedio del WTI a US\$ 56,4. Ello se asocia a una mayor preocupación por el abastecimiento de combustibles durante el próximo invierno en el hemisferio norte y un aumento de las percepciones de riesgo geopolítico. La OPEP y la AIE confirmaron un crecimiento robusto de la demanda para el 2005 y escasas holguras del mercado para refinación. En línea con ello, la trayectoria de precios futuros ha seguido plana y en niveles altos, estableciendo expectativas de que la actual situación del mercado del petróleo se prolongue durante un tiempo relativamente largo.

LP



De acuerdo con el señor Gerente, el precio del cobre aumentó en junio en forma significativa, promediando US\$ 1,60 la libra. El importante descenso de los inventarios en bolsa refleja la lenta respuesta de la oferta ante una sólida demanda, principalmente de China. Se suman a ello algunos cortes transitorios de producción, que han motivado el reingreso de inversionistas al mercado. La trayectoria de precios futuros continúa mostrando un descenso importante para los próximos meses, ante la respuesta que debería mostrar la oferta.

En los mercados financieros mundiales las tasas de interés de largo plazo se han mantenido estables y en mínimos históricos durante las últimas semanas. El rendimiento del bono a diez años en Estados Unidos de América ha continuado en torno a 4%, a pesar de la reciente alza de la tasa de política monetaria por parte de la Reserva Federal. Estos niveles de tasas de interés de largo plazo se explican, en parte, por factores ligados a indicadores de actividad en un contexto de inflación bien contenida. Adicionalmente, las condiciones de crédito se han mostrado favorables para las empresas estadounidenses, según se deduce de los *spreads* de crédito de las mismas, apoyada en la alta disponibilidad de fondos para mercados de renta fija. El rendimiento del bono a diez años en euros, por su parte, muestra una trayectoria a la baja, situándose bajo 3,2%, reflejando la debilidad de esta región.

Las expectativas respecto de las tasas de política se han inclinado hacia un proceso de alzas algo más acelerado. Si bien la Reserva Federal ha mantenido el lenguaje de alzas mesuradas en sus comunicados, indicadores recientes de actividad han ido moviendo las expectativas, con lo que el mercado estima que el 2005 terminaría con una tasa de fondos federales de Estados Unidos de América en 4,0%. En la zona euro los recientes indicadores de expectativas y actividad económica han llevado al mercado hacia una marcada convicción de que no habrá cambios en la tasa de política para los siguientes trimestres. Esta visión es apoyada por la mantención de la inflación en torno al objetivo. Cabe mencionar que parte de los agentes espera algún recorte hacia el cuarto trimestre de este año, según se refleja en los contratos futuros de tasas de interés de corto plazo.

El dólar continuó fortaleciéndose en los mercados internacionales frente a las principales monedas. Respecto del euro, registra una ganancia en torno a 1% en el último mes, mientras respecto del yen subió 3%. Ello se relaciona con la fortaleza que mantiene la economía estadounidense, así como con cifras de su balanza comercial algo mejores que las previstas. Asimismo, los altos niveles de ahorro externo que registran las economías emergentes, especialmente de Asia, hacen prever que en el corto plazo no habrá presiones significativas hacia una depreciación del dólar.

En los mercados emergentes, las condiciones de financiamiento se mantienen positivas, lo que se ha reflejado en *spreads* soberanos estables durante las últimas semanas.

Finalmente, cabe destacar que los atentados en Londres, si bien afectaron los mercados financieros, generando efecto *flight to quality*, sus efectos han sido acotados.

II. Mercados financieros

Tasas de interés de los instrumentos del Banco Central de Chile

Señala el señor Gerente que en lo más reciente, las tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile aumentaron, configurando una trayectoria en forma de "U" desde la reunión anterior. La evolución de estas tasas ha coincidido con la de sus similares externas. Así, las tasas de interés de los documentos reajustables a cinco años, BCU-5, que cayeron hasta cerca de su mínimo histórico (1,8%), han vuelto a subir (2,0%). Las de los BCU-10, tras



mantenerse estables gran parte del período, en los últimos días han aumentado cerca de diez puntos base y se ubican en 2,4%. Las tasas de interés de los bonos nominales, BCP, también se han incrementado, especialmente las de mayor plazo, situándose en 4,6%, 5,4% y 5,7% a dos, cinco y diez años, respectivamente. Las tasas de interés de los PDBC, aunque con vaivenes, se mantuvieron del orden de 40 puntos base por debajo de la tasa de política monetaria.

La compensación inflacionaria a menor plazo ha mostrado vaivenes, mientras a mediano y largo plazo se mantiene en torno a 3%. Así, a dos años cayó cerca de treinta puntos base para quedar en 2,3% —debido a un aumento de la tasa de captación en UF mientras a cinco años aumentó alrededor de treinta puntos base (3,2%), y a diez años se mantuvo en tono a 3,3%. Por otro lado, las expectativas de inflación obtenidas de las encuestas a las mesas de dinero anticipan inflaciones similares a las esperadas a comienzos de junio: 2,9% y 3,1% a uno y dos años plazo, respectivamente. La encuesta de expectativas de julio indica que la inflación esperada a un año plazo cayó a 2,9% (3,0% en junio), mientras a dos años plazo se mantuvo en 3%.

La curva *forward* se desplazó hacia abajo desde el cierre del Informe de Política Monetaria y la reunión previa, períodos en los que se estimó que su trayectoria no necesariamente podía atribuirse a expectativas de una aceleración de la normalización de la política monetaria. En particular, las tasas de captación han tenido caídas del orden de 50 puntos base desde los niveles máximos de mayo. Así, de la actual curva *forward* se desprende que la tasa de política monetaria llegaría a 4,2% en diciembre de este año (4,8% según la *forward* de la reunión de junio), y a 5,5% en diciembre del 2006 (5,7% según la misma curva *forward*). La encuesta de expectativas de julio refleja que el mercado espera que en la reunión de este mes se suba la tasa de política monetaria en 25 puntos base, para finalizar el año en 4% (igual al mes anterior). A diciembre del 2006, anticipa que la tasa de política monetaria estará en 5%.

Agregados monetarios

En junio, la tasa de crecimiento anual del M1A disminuyó por tercer mes consecutivo (13%). A su vez, los residuos de la proyección habitual de dinero de corto plazo corrigieron solo parte del considerable desalineamiento de mayo. Por su lado, el M2A aumentó su tasa de crecimiento anual hasta 26% (+1,7 punto porcentual respecto del mes previo). Al contrario, la del M7 se redujo en 1,5 punto porcentual, al crecer 10% anual. Al analizar por componentes, destaca la importante expansión anual de los depósitos a plazo (32%) que fue más que compensada en términos de niveles con la caída de los documentos del Banco Central. Con las trayectorias anteriores, la velocidad de expansión del M1A y del M2A aumentó respecto del mes anterior, mientras la del M7 cayó.

Condiciones de crédito y financiamiento

Durante junio, la deuda bancaria total registró una variación anual de 16%. Entre los créditos a personas, el de consumo creció a la misma tasa anual de los meses previos (23%), con una velocidad de expansión que se mantuvo en el margen, mientras el de vivienda exhibió una tasa de crecimiento en doce meses similar a la de mayo (22%), no obstante una velocidad de expansión en aumento, según la información más reciente. En junio, la tasa de interés promedio de los créditos de consumo se incrementó en 50 puntos base comparada con la de mayo. Con esto, acumuló en el año un alza de magnitud superior al incremento de la tasa de política monetaria (330 puntos base y 100 puntos base, respectivamente). Las tasas de interés de las letras de crédito hipotecario en UF se ubican en niveles inferiores que los de meses anteriores: con duración de 5 años a 6 años, clasificación AA y tasa nominal entre 4% y 5%, promediaron 3,2% en junio, mientras las con tasa nominal entre 5% y 6% promediaron 4,2%.



Las colocaciones bancarias a empresas crecieron 13% anual en junio, mientras la velocidad de expansión se incrementó respecto de mayo. Esta variación se explicó por el mayor crecimiento anual de los préstamos de comercio exterior medidos en pesos y de los créditos comerciales. Estos últimos continúan con variaciones en doce meses del orden de 11%. La tasa de interés promedio de los créditos comerciales anotó un retroceso (-50 puntos base) respecto de mayo, al promediar 9,5%. Visto desde una perspectiva más larga, esta tasa acumula desde diciembre pasado un incremento de 70 puntos base por sobre el alza de la tasa de política monetaria en igual lapso.

En junio, el mercado de bonos siguió dando cuenta de importantes colocaciones. Sólo en dos de ellas totalizó UF 12,65 millones, destinadas a reestructurar pasivos y financiar inversiones.

Bolsa

Durante junio se observó un significativo repunte de los precios de las acciones, con lo que el IPSA aumentó 4,5%. La bolsa local se transformó en una de las bolsas más rentables de América y el mundo al acumular en el semestre un incremento de 14,5%.

La bonanza accionaria fue sostenida por los sectores eléctrico y exportador. En particular, las condiciones hidrológicas y la aprobación de la ley eléctrica favorecieron el precio de las acciones correspondientes a dicho sector. Por su parte, el alto precio de los *commodities* impulsó la cotización de las acciones de empresas exportadoras de recursos naturales. Los montos transados durante junio promediaron \$ 48.700 millones diarios, y aunque esta cifra es inferior a la de los meses previos, representa un incremento anual superior a 100%.

En las bolsas internacionales, el índice MSCI aumentó 0,7% en junio. Los principales índices bursátiles de Estados Unidos de América registraron variaciones negativas: Nasdaq -0,5% y Dow Jones -1,8%.

Tipo de cambio

Desde la última reunión a la fecha, el tipo de cambio peso/dólar se ha apreciado 1,2%, cotizándose en los últimos días por sobre \$ 580 por dólar. Desde una perspectiva más larga, el nivel actual de la paridad está en torno al promedio de lo que va corrido del año.

La apreciación del peso también se dio en términos multilaterales, alcanzando a 1,9% y 2,8% para el TCM y el TCM-5, respectivamente. Esta última variación fue superior debido a la mayor ponderación en el TCM-5 del yen y euro, monedas que se depreciaron frente al dólar. Si se excluyen de la canasta del TCM las economías con monedas vinculadas al dólar la variación alcanza a 2,3%.

En cuanto a las perspectivas para el tipo de cambio, la encuesta de expectativas de julio sugiere que a un año plazo el peso se depreciaría 3,2% respecto de su nivel actual, valor que llega a 4,9% en dos años. El diferencial nominal de tasas de interés interna y externa se ha mantenido estable durante gran parte del año, mientras el real cayó levemente desde la última reunión.

El tipo de cambio real de junio se situó en torno a 100, equivalente a una variación prácticamente nula respecto de mayo. Por su parte el TCR-5 disminuyó 0,9%. Se proyecta que, si las paridades se mantienen por lo que resta del mes en los valores vigentes a la segunda semana de julio, el tipo de cambio real del mes se ubicaría en 99.

2 49



III. Demanda y cuentas externas

El señor Gerente de Análisis Macroeconómico señala que la información reciente continúa indicando que la tasa de crecimiento anual del consumo aumenta, a la vez que persiste el sorpresivo dinamismo de la inversión.

Consumo y existencias

El consumo privado sigue aumentando apoyado por el fortalecimiento del empleo y la mejora de las expectativas. Esto, en un contexto en que las condiciones financieras que enfrentan los hogares siguen siendo favorables, con colocaciones que aumentan por sobre 20% anual y tasas de créditos de consumo que han aumentado.

Consumo habitual

En mayo, la tasa de crecimiento anual de los indicadores parciales de consumo habitual tuvo, en su mayoría, un incremento respecto del mes previo. Las ventas de supermercados (Instituto Nacional de Estadísticas) de mayo crecieron 4,3% anual, mientras las ventas de bienes de consumo no durable (Cámara Nacional de Comercio) aumentaron 3,6%. Por otro lado, en abril destacó el incremento de 7,8% del nuevo índice de ventas de bienes de consumo no durable que informa el Instituto Nacional de Estadísticas. En mayo, según información no pública, el crecimiento de este índice habría sido de 6,9%. En cuanto a niveles desestacionalizados, se aprecia una relativa estabilidad respecto de meses previos, aunque en niveles altos.

Consumo durable

En cuanto a los indicadores parciales de consumo durable, éstos siguen mostrando tasas de crecimiento anual relevantes. Por un lado, las ventas de automóviles nuevos aumentaron 17,1% en mayo. Por otro, las ventas de bienes durables del Instituto Nacional de Estadísticas de abril se incrementaron en 25,1%. Según información no pública, en mayo estas ventas habrían crecido 11,9% anual. A su vez, las ventas de bienes durables de la Cámara Nacional de Comercio crecieron 5,1% en mayo.

Existencias

Los indicadores del segundo trimestre apuntan a que se mantienen las existencias por sobre las deseadas. El indicador mensual de confianza empresarial de junio indica que lo que se estima como existencias de la minería y el comercio aumentan respecto del mes previo.

Formación bruta de capital fijo

La información reciente de la formación bruta de capital fijo y, en particular, de las importaciones de bienes de capital, confirma que se ha moderado marginalmente la inusual fortaleza que mantuvo durante el 2004.

En mayo, las ventas desestacionalizadas de viviendas nuevas a nivel nacional y para el Gran Santiago mantienen los niveles elevados de meses previos.

2



El indicador mensual de confianza empresarial de junio mantuvo la percepción optimista de los meses anteriores (59 puntos), aunque con cambios a nivel sectorial. Sólo comercio disminuyó su optimismo —por quinto mes consecutivo—, alcanzando el mínimo histórico en su percepción.

Política fiscal

En mayo, el balance presupuestario acumulado en doce meses del Gobierno Central llegó a 4,4% del PIB. Este resultado se dio en un contexto de un crecimiento similar a los meses anteriores tanto de los ingresos (21,5% anual) como de los gastos presupuestarios (4,9% anual).

Entre los ingresos destacan: tributarios (14,5% anual), cobre bruto (202,2% anual) e imposiciones previsionales (10,7%), los cuales aportaron 22,4 puntos porcentuales del crecimiento. Entre los gastos sobresalen: personal (5,6%), bienes y servicios (11,8%), subsidios y donaciones (5,7%) e inversión pública (6,5%), los cuales explicaron 4,6 puntos porcentuales del crecimiento.

Respecto del avance sobre lo presupuestado, en mayo los ingresos y gastos alcanzaron a 50,5% y 38,2%, respectivamente. Los primeros continúan superando el promedio histórico, mientras los segundos estuvieron en línea.

Sector externo

Exportaciones

Se proyecta que en el segundo cuarto del año el incremento anual del volumen de las exportaciones sería superior al del trimestre previo. En términos de valor, no obstante, no se aprecian diferencias significativas respecto del trimestre previo, dados los menores crecimientos de precios que se observan en todos los sectores.

A junio, el valor acumulado en el 2005 por las exportaciones de bienes FOB llegó a cerca de US\$ 19.100 millones. En este mes, los envíos mostraron la mayor tasa de crecimiento anual del 2005 (45,7%), destacando el aumento de las exportaciones mineras (74,5%). Los envíos industriales, en tanto, siguen creciendo a tasas anuales por sobre 20%, cifra que es superior a la anotada en el primer trimestre del año y que se acerca a los valores promedio del 2004.

Importaciones

De acuerdo a lo informado por el señor Gerente, el crecimiento del quantum importado del segundo trimestre sería levemente inferior al del primer cuarto del año, debido al menor crecimiento de las internaciones de bienes de consumo y capital. Las internaciones de bienes intermedios, en cambio, se proyectan serían mayores por el aumento de las internaciones de petróleo.

El valor acumulado en el primer semestre del 2005 por las importaciones de bienes CIF llegó a cerca de las US\$ 15.150 millones. En junio, éstas mostraron una tasa de crecimiento anual de 37,6%, cifra similar a las observadas en los meses previos. Sigue destacando el comportamiento de las importaciones de bienes de capital, que promedian valores del orden US\$ 590 millones en el primer semestre del año (+63,2% anual en junio).



IV. Actividad y empleo

En mayo, la actividad económica medida por el Imacec aumentó 6,4%, con lo que su velocidad de expansión se ubicó en torno al 5% anual. Este resultado se explicó, principalmente, por el dinamismo de los sectores comercio, industria y construcción. Consecuentemente, el crecimiento previsto en el Informe de Política Monetaria de mayo para el segundo trimestre de este año volvió a aumentar.

La actividad industrial continuó con su trayectoria creciente, aumentando a una tasa similar a la de actividad total, con velocidad de expansión también cercana a 5% anual. En particular, las ramas ligadas al mercado externo y al consumo continuaron con su trayectoria creciente.

El sector construcción continúa aumentando por sobre 9% anual. Los permisos de edificación a mayo muestran un crecimiento anual que se ubica por sobre 20%. Otros indicadores del sector también muestran buenos resultados. Los despachos de materiales de construcción aumentaron 9% anual y el Imacon, entregado por la Cámara Chilena de la Construcción, 8,3% anual.

La actividad del comercio sigue siendo una de las más dinámicas. Lo anterior, apoyado por el desempeño de las importaciones y de las ventas minoristas e industriales.

La producción minera tuvo un pobre desempeño en mayo, con un aumento de 1% anual en la medición del Instituto Nacional de Estadísticas. Este panorama está dentro de lo esperado, por cuanto las empresas no tienen holguras de producción y los planes de inversión conocidos solo generarán mayor producción hacia el 2006-2007.

En electricidad, gas y agua se aprecia un mejor panorama respecto del mes pasado y el escenario base del Informe de Política Monetaria. Esto producto de la mayor generación de energía hídrica efectiva a mayo y de la menor restricción de gas natural. Ello también ha provocado una caída relevante en el costo marginal de la generación de energía eléctrica en los últimos meses.

Con todo, en el segundo trimestre los sectores industria, comercio y construcción explicarían parte importante de la actividad del periodo.

Mercado laboral

Según la información reportada por el Instituto Nacional de Estadísticas para el trimestre móvil finalizado en mayo del 2005, el empleo nacional volvió a aumentar su alta tasa de crecimiento en doce meses (4,3%). Descontando efectos estacionales, la ocupación continuó creciendo. Cabe destacar que la velocidad anualizada de la creación de empleo en lo que va del año llegó a 4,3%, la que aún es relevante, pese a ser mas baja que la alcanzada el segundo semestre del 2004.

Por categoría ocupacional, el empleo asalariado continuó creciendo con fuerza (4,3% anual) y con una trayectoria desestacionalizada ascendente. La ocupación por cuenta propia creció 4,1% anual, cifra significativamente superior a la del mes pasado, pero debido a la baja base de comparación de un año atrás. A nivel sectorial, el empleo desestacionalizado ligado a servicios y transporte (45% del total) fue el que empujó la ocupación agregada. El empleo industrial INE continuó su lenta recuperación, lo que se corrobora según la información proveniente de la Sociedad de Fomento Fabril para mayo.



La tasa de desempleo nacional del trimestre móvil finalizado en mayo fue 8,3%, esto es 1,1 punto porcentual por debajo de la de igual período del año anterior. Descontando efectos estacionales volvió a disminuir: -0,1 punto porcentual con respecto a abril, situándose en 8,2%.

En junio, las vacantes de trabajo recuperaron completamente el menor dinamismo de meses previos: la tasa de crecimiento anual alcanzó 8,4% y el nivel desestacionalizado de plazas de trabajo disponibles aumentó.

V. Precios

En junio, tanto el IPC como el IPCX tuvieron una variación mensual de 0,4%, cifra que fue de 0,1% para el IPCX1. Así, el incremento del IPC en doce meses llegó a 2,7%, mientras el del IPCX se situó en 2,4% y el del IPCX1 en 1,7%.

En este mes, los mayores aumentos de precios se presentaron en los grupos Vivienda (1,1%), Alimentación (0,8%). Alzas menores mostraron los grupos Otros (0,4%) y Educación y Recreación (0,1%), mientras que se observaron disminuciones leves (-0,1%) en Equipamiento de la Vivienda, Transportes, Salud y Vestuario.

Agrega el señor Gerente que, respecto de lo proyectado la reunión anterior, las principales diferencias se dieron en el IPC e IPCX. El IPCX1, en tanto, tuvo una diferencia menor a media décima. Las principales diferencias estuvieron en el rubro alimentos, específicamente en el precio de algunos perecibles que presentaron alzas inusuales, en relación con su estacionalidad habitual y que se proyecta, al menos en parte, serían transitorias. También se notaron diferencias en el aumento tarifario del sector eléctrico, el que fue algo superior al proyectado.

La velocidad instantánea del incremento de la inflación del IPCX1 se mantuvo respecto del mes anterior. En el caso del IPC e IPCX, en cambio, continuó aumentando.

La mayor parte de las medidas alternativas de inflación subyacente, IPCX2 y medias podadas, continúan con una tendencia al alza en lo que va del año. Solo la media podada del IPC muestra una leve caída.

Respecto de la inflación de transables (IPCT) y no transables (IPCN), se observan en junio variaciones mensuales de 0,1% y 0,7% respectivamente. En términos de variación anual, se observa que la del IPCT descendió por segundo mes consecutivo, alcanzando un valor de 1,6%. Para el caso del IPCN se observa una persistente trayectoria al alza de su crecimiento anual, alcanzando 3,5%; valor comparable con los existentes a mediados del 2003.

En junio, se observó un leve aumento de los ítems que suben de precio y una leve caída de los que bajan. Al mismo tiempo, se mantuvieron inalterados los que no cambian de precio.

El índice de precios al productor tuvo una variación anual de 8,0% en junio (8,4% el mes anterior). Considerados los precios con correspondencia en el IPCX1, la variación llegó a 2,7% (2,1% el mes anterior).

4



Márgenes

Las medidas de márgenes tuvieron un leve descenso, de acuerdo con la última información conocida. Se observa este comportamiento tanto para la relación de precios con correspondencia en el IPCX1 e índice de precios al productor, como para la medida de márgenes de durables incluidos en el IPC y el Índice de Precios al por Mayor.

Costos laborales

En mayo, los salarios acentuaron la trayectoria creciente de los últimos meses. La tasa de crecimiento anual del costo de la mano de obra total como la del costo de la mano de obra resto se ubicaron en torno 5,0%.

En mayo, las horas trabajadas revirtieron la trayectoria decreciente que observaba desde comienzos de año. La tasa de crecimiento anual de las horas trabajadas de los asalariados se ubicó en torno -4,0% en mayo (-1 punto porcentual respecto de abril).

Respecto de los costos laborales unitarios, en mayo, producto del incremento en la expansión de los salarios y la trayectoria de las horas trabajadas, la tasa de crecimiento anual del costo laboral unitario total atenuó su disminución. Descontando servicios comunales, sociales y personales, electricidad gas y agua y minería (CLUX), se aprecia un comportamiento similar.

Recientemente, se aprobó el reajuste del salario mínimo que regirá para el 2005 y el 2006. Éste implicó un alza nominal del orden de 12% acumulado, con reajustes reales que, de acuerdo con el escenario central del Informe de Política Monetaria, se proyectan en torno a 3% anual. Considerando una trayectoria más larga, desde principios de los noventa el salario mínimo ha crecido algo más que los salarios privados agregados, situación que se acentuó notoriamente entre los años 1998 y 2001. Para los próximos dos años, y dada la proyección de salarios privados coherente con el escenario base del Informe de Política Monetaria de mayo, no se espera un cambio en esta relación, aunque tampoco retornaría a los niveles vigentes en 1997-98.

VI. Proyecciones

Escenario externo

De acuerdo a lo expuesto por el señor Gerente de Análisis Macroeconómico, las proyecciones de crecimiento mundial no cambian significativamente durante el último mes. Destaca, no obstante, la reducción en una décima del crecimiento mundial ponderado a PPC para el 2006, ante perspectivas más débiles para la zona euro. Para el 2005, si bien no se modifica la cifra global de crecimiento, destacan las mejores perspectivas para Asia Emergente, asociadas al dinamismo de China.

Respecto del precio del petróleo, su evolución reciente apoya la revisión de la proyección al alza, ubicándose en US\$ 52 y US\$ 50 el 2005 y 2006, respectivamente. Algo similar ocurre con el precio del cobre, cuya proyección también se incrementa: US\$ 1,47 la libra el 2005 y US\$1,22 la libra el 2006.



Actividad

Para el segundo trimestre de este año, se proyecta que la actividad agregada crecería 6,4% anual, cifra superior a la que se proyectó en la reunión anterior y en el escenario base del Informe de Política Monetaria de mayo. Respecto del mes anterior, los principales cambios se originan en la incorporación de información efectiva de mayo del sector comercio —por el dinamismo del comercio al por mayor y por menor y el fuerte incremento del comercio automotriz—, mayor producción minera a la planificada por parte de Escondida y el mejor desempeño de electricidad, gas y agua (mayor generación hídrica y menores restricciones de gas a las esperadas).

Demanda

Para el segundo trimestre de este año se proyecta un crecimiento de la demanda interna bastante similar al considerado tanto en la reunión anterior como en el Informe de Política Monetaria. La corrección al alza de la proyección de los volúmenes exportados de bienes y servicios del segundo trimestre se explica por mayores envíos desde todos los sectores, en especial del industrial. Las importaciones, en tanto, fueron corregidas a la baja debido a menores internaciones, particularmente de bienes intermedios.

Precios

Principales supuestos

Los supuestos para el petróleo *Brent* se modifican al alza respecto del escenario de la reunión de junio y del Informe de Política Monetaria. Para el segundo semestre se espera un precio promedio del orden de US\$ 52, cerca de 11% superior al promedio proyectado previamente. Por otro lado, dada la evolución reciente del tipo de cambio, se corrige levemente a la baja el supuesto del precio del dólar. En cuanto a tarifas, se modifica la trayectoria del precio del pasaje de la locomoción colectiva, resultando para fines de año una tarifa \$ 10 mayor a la prevista anteriormente. También hay un incremento de tarifas eléctricas —por la entrada en vigencia de la ley eléctrica— mayor al supuesto anteriormente, factor que explicó parte de la diferencia en junio y también se transmite a julio. La suma de estos cambios implican una mayor inflación proyectada tanto para el IPC como el IPCX.

Inflación en el corto plazo

Señala el señor Gerente de Análisis Macroeconómico que se revisó la inflación de combustibles incluida en la proyección de corto plazo del escenario base del Informe de Política Monetaria de mayo y la reunión de junio. La proyección previa incluía una sobre estimación de la inflación IPC promedio a diciembre del 2005 de 0,35 punto porcentual. La inflación IPCX e IPCX1 no tienen cambios por esta revisión.

En julio, el IPC, el IPCX y el IPCX1 tendrían una variación mensual de 0,4%; 0,2% y 0,2% (2,9%, 2,2% y 1,9% anual, respectivamente). No se contemplan cambios relevantes en la proyección de inflación IPCX1 de corto plazo. La inflación del IPC y el IPCX, en cambio, aumentan a consecuencia de las noticias de junio y los cambios de supuestos ya comentados. Así, la inflación anual del IPC se ubicaría en 3,4% a fines de año, con valores de 2,8% y 2,9% para el IPCX y el IPCX1, respectivamente.



Interviene el Presidente, señor Vittorio Corbo, destacando el escenario favorable de la economía internacional y la solidez de Estados Unidos de América. En cuanto a Europa, señala que continúa revisándose a la baja y China con un poco de desaceleración tal vez hacia fines de año. Respecto de la región, señala que la desaceleración de Brasil y México continúa lenta. Por su parte, el Consejero señor Desormeaux, señala que la desaceleración de Brasil tiene que ver con la posición restrictiva de su política monetaria. Al respecto, señala el señor Presidente, que ello es en parte, ya que las cifras de los últimos dos registros de inflación han sido muy favorables, con lo cual se empezarían a ver también tasas hacia abajo. Señala, además el señor Presidente, que la desaceleración se está presentando en la demanda interna, destacando la externa como muy buena. Por su parte, el Vicepresidente señor De Gregorio, hace presente que concuerda con el comentario del Consejero señor Jorge Desormeaux en cuanto a la situación de Brasil.

También, en cuanto al escenario internacional, el Consejero señor Marfán hace presente que el modelo de fundamento del precio del cobre predice un precio sobre ciento sesenta centavos de dólar. Se pregunta si no sería bueno revisar el modelo o las proyecciones. Al respecto, el Presidente señor Vittorio Corbo agrega que, tal revisión, debería hacerse también con el petróleo. El señor Ministro señala que sobre el particular, se revisaron los futuros con Codelco y se estima para el cobre un precio promedio de ciento trece centavos de dólar para los próximos cinco años. Por su parte, el Gerente de División Internacional, señor Esteban Jadresic, señala que la estimación del Banco está casi en ciento veinte centavos de dólar. Finalmente, el Consejero señor Desormeaux comenta que esto es una confirmación de que el escenario externo es bueno a pesar del altísimo precio del petróleo.

Por otra parte, el Gerente de División Estudios, señor Valdés, señala que el otro tema que le parece interesante es el de los inventarios, que muestran un comportamiento muy extraño. En el caso del cobre están muy bajos, mostrando escasez, pero que respecto del petróleo presentan un récord en los últimos años. El señor Ministro acota que la capacidad de reacción de la oferta es mucho más fuerte en el cobre que en el petróleo. El señor Valdés complementa su comentario anterior, señalando que en parte hay un premio por riesgo en el mercado del petróleo que finalmente se está viendo en los inventarios, que era lo esperable después de algún tiempo.

El Gerente de División Internacional, señor Jadresic, indica que, en su opinión, esta diferencia de percepción respecto a la velocidad con que reacciona la oferta, tiene que ver con las expectativas de los agentes, en cuanto a que el precio del petróleo va a mantenerse por más tiempo y eso, a su vez, es lo que ayuda a explicar y entender las cifras de inventarios. Señala el señor Gerente, que en este momento los incentivos para liquidar inventarios del cobre son altos, al contrario de lo que ocurre en el caso del petróleo, ya que de hecho la volatilidad es alta, por lo que perfectamente se pueden hacer ganancias importantes manteniendo stocks.

En lo que dice relación con los mercados financieros y, en especial, respecto de las tasas de interés de colocación, el señor Ministro consulta si para deducir las tasas forwards, el Banco usa el BCP5, el BCP10, o alguno más corto. El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor García, señala sobre el particular, que se usan esas tasas y el BCP2, para la estructura de dos años hacia adelante. Indica dicho Gerente, que para el tramo más corto no se usan papeles del Banco porque están muy contaminados por la demanda de reserva técnica. Por ejemplo, señala que se utilizan las tasas de captación prime de los bancos. Agrega que en esta oportunidad ocurrió que esas tasas estuvieron particularmente contaminadas en este último par

P



de meses. Por eso la curva forward en este tramo más corto perdió contenido informativo, respecto a expectativas de la política monetaria.

El señor Ministro de Hacienda consulta también, qué sucedió con las tasas de los créditos hipotecarios. Al respecto, el Gerente de División Estudios, señor Rodrigo Valdés, señala que las tasas de letras de créditos hipotecarios en UF se ubican en niveles inferiores a los meses anteriores. Primero, un 3,2% en junio y las tasas nominales para créditos hipotecarios estuvieron en 4,2%.

En cuanto a la exposición del Gerente señor García sobre la demanda agregada, sector externo, el Consejero señor Marfán señala que en la última reunión de coyuntura se dijo que no existía un sesgo sistemático este año a subestimar el crecimiento de las exportaciones. Sin embargo, al ver las cifras que se han presentado, pareciera que existe dicho sesgo. En este aspecto, el señor García señala, que el comentario se refería a que con la información semana a semana puede haber un sesgo en la proyección de exportaciones para el mes. Agrega, que la corrección de exportaciones respecto al Informe de Política Monetaria del primer y segundo trimestre tiene que ver con la revisión de información de Cuentas Nacionales y Balanza de Pagos, y no con las proyecciones que se realizan semana a semana de comercio exterior.

Ante una consulta del señor Ministro respecto de las razones por las cuales aparecía una demanda muy fuerte de exportaciones, y que no se sabía si ello obedecía a razones de inventarios, problemas de Aduana u otros, comenta el señor García que, al analizarse las exportaciones se aprecia claramente que el mayor crecimiento que se estima para este primer semestre no se debe básicamente a lo que está ocurriendo con minería, sino que es algo que se ve, en general, en otros sectores, tales como en industria y en exportaciones agrícolas. Señala también, que respecto a las existencias, la preocupación central que existía era si la variación de existencias continuaba creciendo y alejándose de lo que se podría considerar normal dado los promedios de los últimos años. Al respecto, el señor García señala que dicho elemento se ha tendido a disipar. Agrega que, hay que tener mucho cuidado porque estas cifras son bastante inciertas, particularmente en la coyuntura.

En relación con el incremento de la formación bruta de capital fijo de 26,3%, el señor Ministro consulta la opinión del Banco, respecto de la tasa de inversión para el año.

Responde el señor García, señalando que todavía no se han revisado las proyecciones para el año. De hecho, señala que ayer se corrigió en cuatro puntos la inversión del segundo trimestre. Entonces, indica que todavía falta hacer toda la discusión de qué implica esto para el segundo semestre y por lo tanto para el año. Sin embargo, indica que es indudable que se tendrá una corrección al alza. Concluye que con lo que se ha visto en el segundo trimestre, sería muy difícil mantener un escenario como el que había en el Informe de Política Monetaria.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, indica que éstas son las correcciones que se han producido desde el Informe de Política Monetaria hasta ahora. Las importaciones de bienes de capital se han corregido desde un 36% al 52% y la formación bruta de capital fijo del 20% al 26%. Señala que se presentan seis puntos más de inversión para el segundo trimestre que hace dos meses atrás. Lo anterior, era uno de los escenarios de riesgo que se tenía considerado, esto es, que la inversión seguía sorprendiendo fuertemente. Agrega el señor García que otro aspecto que estaba dentro de los escenarios de riesgo era que el consumo privado no tomara el camino que se tenía contemplado, que era un aumento de su variación



anual hacia cifras del orden de 7% el segundo trimestre y más aún todavía el segundo semestre de este año, de manera de llegar a una tasa de crecimiento anual del orden de 8%.

Consulta el señor Ministro si, dado lo robusto que se ve el consumo, no es un poco extraño las cifras que presenta este componente. El Gerente señor García, señala que antes de los años 90 las cifras estaban por encima de esto. Señala el señor Ministro, que entonces todavía hay una cierta incredulidad de que esto se mantiene.

El Gerente señor García, indica que la evidencia que se tiene es que en estos datos influyen, esencialmente, variables de mercado laboral y de poder adquisitivo, como las micros o el precio de los combustibles y, en particular, este segundo grupo de variables es lo que, en su opinión, está afectando negativamente las expectativas.

El señor Ministro de Hacienda consulta la razón por la cual los servicios están muy dinámicos. Señala que tiene el recuerdo de cifras mayores en la exportación de bienes y servicios.

Al respecto, el Gerente de Información e Investigación Estadística señala que las cifras entregadas se encuentran ponderadas por Cuentas Nacionales. En el mismo sentido, el Gerente de División Estudios señala que existe un tema algo complicado que se denomina la armonización y agrega que, elaborar cuentas trimestrales completas involucra un proceso adicional al que se estaba acostumbrado. Por lo tanto, en opinión de este último, los índices no son siempre comparables y lo mismo pasaría por el lado de la oferta y de la demanda.

Respecto a esta misma situación, el señor Presidente señala que se trata de dos informaciones separadas, que no son consistentes entre sí. Lo anterior se explicaría porque una mira el lado del comercio exterior y la otra ya está compatibilizada con cuentas nacionales para ser comparable con la cuenta de gasto y producto.

El Consejero señor Marfán, cree que es difícil de compatibilizar porque las cuentas nacionales son totalmente distintas, ya que son a precios del año 96, en cambio las que se presentan son del año anterior.

El señor García señala, que respecto a las importaciones, lo más destacable es su fuerte incremento en volumen de capital. Sobre el particular, señala que para el segundo trimestre dichas importaciones están creciendo sobre el 50%, e indica además, que las importaciones de bienes intermedios también crecen más fuerte de lo previsto en volumen, pero que las importaciones de bienes de consumo disminuyen su velocidad de crecimiento, lo cual está en línea con lo señalado respecto de existencias. En opinión de dicho Gerente, esto demuestra la variación de existencias por sector, mineras y no mineras, medidas como porcentaje del PIB en año móvil. Agrega, que para el Informe de Política Monetaria se tenía cierta percepción de que este nivel reflejaba en algo la acumulación de existencia con expectativas de crecimiento fuertes hacia adelante.



El Consejero señor Marfán hace presente que para la discusión del IPOM no se sabía si esta acumulación de inventario era deseada o no. En su opinión, la hipótesis o el escenario central suponía que era deseada y que, por lo tanto, estaba anticipando un incremento de las ventas y la aceleración de la demanda interna. En consecuencia, ese era uno de los riesgos que se tenía y lo que ha estado ocurriendo es que la demanda interna efectivamente se ha estado acelerando, incluso más allá de lo que estaba contemplado en el IPOM. Por ello, el señor Consejero estima que debería esperarse una desaceleración en la acumulación de inventarios, básicamente, por un aumento de la demanda interna.

En cuanto a la proyección del IPC, el Consejero señor Desormeaux, consulta si se tiene el estudio de la incidencia que podría tener la ley norteamericana *Job Creation Act*, que ofrece descuento de impuestos del 85% sobre las utilidades que remesen filiales de compañías norteamericanas antes de septiembre de este año. Señala que si eso fuera significativo, se podría ver afectado el IPC desde octubre en adelante.

Agrega el señor Consejero, que ha tenido alguna evidencia circunstancial que las compañías norteamericanas están buscando utilidades en sus filiales extranjeras para remesarlas a las casas matrices con el objeto de aprovechar esta ventaja tributaria. En su opinión, lo anterior podría estar generando una presión sobre el tipo de cambio, que se revertiría, a partir de octubre.

El Consejero señor Marfán, hace presente lo siguiente. Señala que la proyección de inflación del IPC total sube un punto para este año, respecto de lo que se había contemplado en el Informe de Política Monetaria, para una misma tasa. En cambio, el IPCX1 está prácticamente igual, o sea, que se está hablando de shocks que se presentan en la diferencia entre el IPC y el IPCX1 para una misma tasa de interés nominal de corto plazo y que la tasa de interés real está cayendo o se mantiene. Se pregunta el señor Consejero, cuál es el índice que se debiera considerar para esos efectos.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, señala que lo que podría responder es que lo que está incorporado en las proyecciones, es justamente uno de los mecanismos de propagación que se está eliminando, esto es el efecto del precio más alto de los combustibles, tasas de intereses reales mas bajas, podríamos tener una política monetaria más expansiva, más inflación futura.

El señor Ministro de Hacienda señala si dado el supuesto que todos y cada uno de los precios de la economía se estuvieran expandiendo 3%, se presenta un shock y, durante algún tiempo el precio del petróleo se expande a 6% y, la tasa de política monetaria permanece constante, cabría preguntarse si, en este caso, cambiaron las funciones monetarias para la economía.

Al respecto, el Consejero señor Marfán, señala que la pregunta es distinta porque allí se tiene un shock de oferta y, por lo tanto, frente a un shock de este tipo la reacción de política monetaria puede ser diferente para efectos de la tasa de interés real.

4



El Gerente de División Estudios, señor Valdés, señala que las proyecciones de corto plazo para la inflación en doce meses están muy marcadas por lo ya sucedido con los precios del petróleo. Entonces, agrega el señor Gerente de División, si se supone que no hay cambios de velocidad del IPC de ahora en adelante, que equivale a decir una misma inflación mensual, entonces las tasas reales ex ante no cambian. Si esta velocidad del IPC sí cambia, su efecto dependerá de cómo sea la canasta del que toma la decisión. En conclusión, en su opinión, todo lo pasado no tiene efecto, pero los cambios de inflación futura sí lo tienen, dependiendo de la canasta de cada persona.

El Consejero señor Marfán, agrega a lo anterior, que esto podría plantearse también, suponiendo que no se hubiese avanzado en la nominalización. Al respecto, señala que si se mantiene constante la tasa de política en UF, pero hay un aumento del IPC hacia futuro, se pregunta si ello claramente significaría que la política monetaria está siendo más restrictiva.

Interviene el Presidente, señor Corbo, para recordar que las proyecciones son solamente hasta diciembre de este año. Es decir, la pregunta es qué sucede para el año siguiente. Agrega que existen estos shocks de oferta que se acaban de tener, los que afectarían las proyecciones del 2006 y entonces es crucial pensar cuáles serían los efectos de segunda vuelta.

El Gerente de División Internacional, señor Esteban Jadresic, señala que la inflación mensual acumulada para el IPCX e IPCX1, en todos los casos es la misma, esto es, 1,6% y, no hay diferencia según el índice que uno use.

El señor Ministro de Hacienda señala que no sólo importa la canasta sino que también el lado del ingreso. El Gerente señor García, hace presente que lo indicado por el señor Ministro, es que la respuesta de política monetaria bajo credibilidad, siempre es menos agresiva frente a shocks de ofertas que frente a shocks de demanda, porque justamente hay un efecto estabilizador.

El Presidente, señor Vittorio Corbo, suspende la Sesión a las 13:00 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° 80.

El señor Presidente deja constancia que el señor Ministro de Hacienda don Nicolás Eyzaguirre Guzmán y la Asesora Macroeconómica del Ministerio de Hacienda, doña Bernardita Piedrabuena Keymer, le han comunicado que no podrán asistir a la reunión de la tarde.

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

4



El señor Gerente de División mencionado informa lo siguiente:

1. En la reunión de política monetaria de junio, el Consejo decidió mantener la tasa de interés de política en 3,25%. En esta decisión se consideró que la inflación y la actividad económica exhibían un comportamiento coherente con el panorama previsto en el último *Informe de Política Monetaria*, lo cual validaba la estrategia de ajustes pausados de la tasa de política monetaria. Se evaluó que mantener la tasa de política monetaria en esa reunión era razonable dada esta estrategia, y se comunicó que dicha decisión no modificaba la expectativa de ajustes pausados adicionales.
2. Los antecedentes acumulados desde la última reunión muestran que las condiciones externas, tanto reales como financieras, se mantienen favorables. Los precios del petróleo y del cobre han seguido bastante más altos que los proyectados en el escenario base del Informe de Política Monetaria.
3. Internamente, el crecimiento de la actividad continúa por encima del crecimiento del PIB de tendencia y consolida la expectativa de obtener en el segundo trimestre un resultado superior al proyectado en el Informe de Política Monetaria pasado. Esto ocurre en un cuadro en que las condiciones monetarias siguen siendo marcadamente expansivas, la formación de capital fijo ha vuelto a sorprender por su intensidad y el empleo continúa expandiéndose a tasas elevadas. Los riesgos (negativos) de origen interno para la actividad continúan atenuándose.
4. La inflación efectiva del IPC ha sido mayor a lo esperado y la proyección de inflación anual del IPC para los próximos meses ha aumentado. Ello se explica por novedades en el precio del petróleo, mayores tarifas en algunos servicios públicos y mayores precios de ciertos productos perecibles. El IPCX1, en tanto, ha seguido hasta ahora la trayectoria esperada, y las distintas medidas de la tendencia inflacionaria no muestran una aceleración adicional, aunque varias siguen aumentando gradualmente. Hacia delante —y en particular en el horizonte de proyección de 12 a 24 meses— además del cierre de holguras que se estaría concretando algo más rápido que lo previsto, la inflación dependerá de cómo se propaguen los *shocks* mencionados.
5. Con los antecedentes disponibles, es difícil justificar una opción distinta a aumentar la tasa de política monetaria en 25 puntos base.
6. Se puede descartar la opción de mantener la tasa de política monetaria, considerando aspectos tanto de fondo como tácticos. Individualmente y en conjunto, las novedades apuntan hacia mayores presiones inflacionarias, lo que reafirma la necesidad de continuar normalizando la tasa de política monetaria y permite descartar la idea de reducir el ritmo de normalización. Incluso, el hecho de que el cierre de holguras parece progresar algo más rápidamente y que hay incertidumbre respecto de la intensidad (y no del signo) de la propagación de los *shocks* en algunos precios específicos, podría justificar un leve aumento de la velocidad de normalización.
7. Desde el punto de vista táctico, luego de mantener la tasa de política monetaria en la reunión anterior, una segunda mantención consecutiva parece incoherente incluso con la idea de reafirmar un ritmo de normalización pausado. Ello también permite descartar esta opción.

lp



8. En el otro extremo, es difícil justificar un alza de más de 25 puntos base, por razones principalmente tácticas. Un aumento de magnitud podría señalar un cambio de la estrategia de normalización pausada, estrategia que, pausas más pausas menos, aún parece coherente con el panorama macroeconómico. En particular, el aumento progresivo de la tendencia inflacionaria sigue dentro de lo previsto, los costos laborales unitarios parecen continuar disminuyendo en 12 meses una vez que se considera la productividad por hora, y aún está por verse cómo se transmitirán al resto de la economía los cambios de precios observados. Esta transmisión podría ser menor de lo que muestra la experiencia histórica, dada la credibilidad de la meta de inflación, credibilidad que en todo caso es endógena y debe ser cautelada. Además, aunque las noticias apuntan a que existen mayores riesgos de que sea necesario hacer ajustes menos pausados o graduales, estos riesgos son hasta ahora acotados.
9. Desde el punto de vista de los efectos que puede tener la decisión de política en la estructura de tasas y otros precios financieros, cabe destacar que las expectativas apuntan para esta reunión, en forma casi unánime, a un aumento de 25 puntos base. Por lo tanto, un aumento de esa magnitud no debería tener mayores consecuencias en dichos precios.
10. Indica el señor Gerente de División mencionado, que finalmente, considerando la comunicación que se ha realizado hasta el momento y la secuencia de cambios efectivos de la tasa de política monetaria, un alza de 25 puntos base no es particularmente informativa respecto de la posible trayectoria futura de la tasa de política monetaria. Solo aclara que no se estaría disminuyendo el ritmo de normalización. De evaluarse necesario indicar algo más, cabría considerar cuánto énfasis sacar del concepto pausado o incluir explícitamente el tema en la minuta de la reunión de política monetaria.

El Presidente, don Vittorio Corbo ofrece la palabra para comentarios.

El Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera, señala que concuerda con la opción que ofrece la División de Estudios, en cuanto a la recomendación de elevar la Tasa Promedio Mensual en 25 puntos base. A su juicio, justifica esta opinión en los siguientes elementos del escenario macro. Primero, las brechas de capacidad se están cerrando algo más rápido de lo anticipado, sin que se observe retrasos en las recuperaciones del consumo y, por el contrario, en el caso de la inversión éstas continúan desarrollándose en forma más bien dinámica. Segundo, se ha materializado uno de los principales riesgos negativos que se presentaban en el escenario externo, esto es, el precio del petróleo. Sin embargo, su impacto sobre la actividad global interna hoy día parece ser menor, o bien ha sido compensado por otros shocks de signo contrario, tales como el cobre y el clima. Tercero, indica, que aunque la inflación está evolucionando algo más rápido que lo esperado, se anticipa una aceleración adicional que obedece exclusivamente a los shocks de oferta. Por el contrario, agrega que las expectativas inflacionarias se mantienen bien ancladas, el componente más duro de la inflación todavía está evolucionando bajo el 2%, aunque espera que vaya en una trayectoria de convergencia de 3%. Por lo tanto, los riesgos de propagación de estos shocks puntuales no parecen ser inminentes, aunque hay que reconocer que hoy día podrían tener un mayor riesgo porque una situación de holguras de capacidad más estrecha y un crecimiento de la demanda más rápido, facilita la transmisión de shocks de costos a precios. Finalmente, menciona que le parece también importante destacar que los mercados financieros han ido procesando en forma adecuada las novedades económicas recientes, o sea, se ha observado un leve repunte de la curva de tasas en pesos. En el caso de la curva corta, se han despejado ciertos factores de liquidez que distorsionan un poco la interpretación. Sin embargo, cree que la apreciación general tanto en Chile como en el exterior, es que ante estas situaciones de



perspectivas económicas más optimistas, las tasas han reaccionado en la forma apropiada. Asimismo, cree que el grueso de los analistas esperan el aumento de la Tasa de Política Monetaria y una continuación de la trayectoria gradual de aumento. Sobre la base de ese escenario, estima que es pertinente continuar corrigiendo la Tasa de Política Monetaria y, en consecuencia, concuerda con la recomendación de subir en 25 puntos base. Le parece que un aumento de 50 puntos base, en esta oportunidad, sorprendería al mercado y llevaría a comunicar un cambio en las perspectivas del Banco Central para lo cual, en su opinión, no se ha formulado todavía evidencia suficiente. Señala asimismo que, de continuarse acumulándose la evidencia de las últimas semanas, consistente en un cierre más rápido en la brecha de recuperación, lo lógico sería también, imprimir un ritmo más sostenido a la trayectoria de corrección de la Tasa Promedio Mensual. Le parece que eso se puede señalar en el comunicado, sin modificar los adjetivos de gradualidad que se han usado hasta el momento.

El Gerente de División Internacional, señor Esteban Jadresic, indica que también comparte el análisis y la recomendación central que ha hecho la Gerencia de División Estudios. Le parece que es coherente con varios factores, especialmente, con el hecho que aunque ha habido sorpresas en el IPC, por el precio de alimentos perecibles, petróleo, tarifas y que el IPCX1 está en torno a lo esperado, en el rango del 1% y 2%, pudiera pensarse que, con el mayor dinamismo en la actividad y el empleo también dinámico, se podría justificar un aumento más rápido en la Tasa de Política Monetaria. Sin embargo, tal como lo señaló en la última reunión de política monetaria, le siguen llamando la atención las tasas de interés de los costos laborales unitarios en doce meses, a pesar que la reducción de la jornada laboral de comienzos de año debió haber incrementado algo los costos, lo que contrasta, por ejemplo, con lo que se puede observar en Estados Unidos de América, donde los costos laborales unitarios crecen a un ritmo del 3% en un contexto de inflación creciendo al 3% y, subyacente, del orden del 2%. En este contexto, le parece que sería conveniente profundizar el análisis de este fenómeno, en particular buscando identificar si es que esto se debe a factores transitorios o que reflejarían debilidad en los antecedentes estadísticos que se miran para evaluar el costo laboral unitario o alternatively, la persistencia de holguras mas significativas que lo que se ha evaluado en el mercado laboral, que pudieran llevar en contrario a subrayar el término pausado en el proceso de normalización de tasas.

El Presidente señor Vittorio Corbo, señala que entonces la preocupación es por la dinámica de los costos unitarios laborales y hasta qué punto se mide bien lo que está verdaderamente pasando con problemas estadísticos.

El Vicepresidente, señor De Gregorio, indica que desea reafirmar el punto que ha planteado el Gerente de División señor Jadresic, en el sentido que resulta sorprendente lo de los costos laborales unitarios. Lo primero que aparece es que, a pesar de que están bien medidos, cabe preguntarse qué es lo que se está midiendo. En su opinión, puede ser un fenómeno transitorio, y que el dato no refleje bien lo que está pasando con los costos laborales unitarios producto de que algunos movimientos en la producción, que no se pueden explicar propiamente, como el aumento de productividad. En consecuencia, cree el señor Vicepresidente, que es un tema que sin duda va a ser importante fortalecer, para no encontrarse con sorpresas a futuro.

El señor Presidente señala que este tema se ha planteado en otras ocasiones y se ha concluido que debemos contar con un poco más de evidencia, ya que parece extraño que el aumento de productividad esté absorbiendo todo el aumento de salario. Agrega, que se continuará trabajando para mejorar la información con que se cuenta.



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

El Consejero señor Manuel Marfán, agradece el análisis del staff y coincide en que resulta difícil justificar una decisión diferente a la de elevar en 25 puntos base la tasa de política monetaria.

Asimismo, señala que el escenario central descrito en el último IPOM se ha ido consolidando, con la excepción del mayor precio del petróleo y de algunas sorpresas en los precios de algunos bienes perecibles y que los demás riesgos allí señalados se han atenuado. En particular, señala que se ha ido consolidando un escenario de mayor dinamismo de la demanda interna. La inflación subyacente IPCX1, en tanto, exhibe un comportamiento de acuerdo a lo previsto, con lo que la mayor inflación del IPC reciente no responde a un fenómeno de origen macroeconómico.

En consecuencia, indica que no cabe apartarse de lo esperado masivamente por el mercado, en cuanto a elevar la tasa de política monetaria a 3,5% y, en consecuencia, su voto es en tal sentido.

Señala también, que aprovecha la oportunidad para opinar sobre los elementos comunicacionales planteados. Al respecto, le parece que se debería cambiar el discurso si es que se quiere afectar las expectativas del sector privado, respecto de futuros cambios de la tasa de política monetaria. Señala que le parece prematuro a estas alturas tomar una decisión en ese sentido. Es más, piensa que corresponde en ese caso hacer una revisión de todas las proyecciones para efectos de saber si es o no consistente plantear un aumento de la curva yield hacia delante desde la curva forward, lo que significaría un cambio respecto de lo planteado en el último IPOM. Opina que el momento correcto de hacer una evaluación en ese sentido es, precisamente, el próximo informe de política monetaria y no en esta oportunidad, en que no se cuenta con el conjunto de proyecciones como para introducir una modificación a un discurso de esa envergadura.

El Consejero señor Jorge Desormeaux, señala que la información que se ha entregado en el curso del día de hoy presenta un cuadro en que, en el plano internacional, la economía mundial se sigue mostrando auspiciosa, tanto en términos de actividad como de condiciones financieras, pese al significativo aumento que ha registrado el precio del petróleo.

El señor Desormeaux indica que, en el plano interno, la actividad muestra un dinamismo algo superior a lo proyectado, lo que se aplica también a la demanda agregada y a las exportaciones. A raíz de ello, los riesgos de origen interno, como ha señalado el informe de la División de Estudios, para la actividad se han atenuado y las brechas de capacidad se cierran a una velocidad que parece ser algo mayor de la prevista.

También indica, que en el plano inflacionario, la inflación del IPC será hacia fines de este año casi un punto porcentual superior a lo previsto en el IPOM, pero la inflación subyacente sigue hasta ahora la trayectoria esperada y los factores que han llevado a esta aceleración del IPC son factores de oferta, que no debieran tener efectos adicionales significativos en el tiempo.

HP



Por último, señala que concuerda que con estos antecedentes se podría considerar una alternativa de un ajuste más fuerte que uno de 25 puntos base en esta ocasión. Sin embargo, tal como lo plantea la División de Estudios, un alza de 50 puntos base, en esta oportunidad, daría cuenta de un cambio en la estrategia de normalización de la política monetaria que se ha seguido hasta ahora, y ello no parece justificarse, particularmente, si se considera la evolución de la inflación subyacente y la trayectoria de los costos laborales unitarios, como se ha señalado previamente.

Por lo expuesto anteriormente, el Consejero señor Jorge Desormeaux, aprueba la propuesta de la División de Estudios de elevar la tasa de política monetaria en 25 puntos base en la reunión de hoy, dejando establecido como siempre en el comunicado, que el Banco Central está atento a la evolución de las variables que influyen sobre la tendencia inflacionaria.

En consecuencia, vota por subir la tasa de política monetaria en 25 puntos base, hasta 3,5% anual.

La Consejera señora María Elena Ovalle, señala que tal como han planteado los Consejeros que la han precedido, los antecedentes del último mes confirman el positivo panorama que enfrenta la economía chilena. En el ámbito externo, las condiciones financieras internacionales se mantienen favorables con reducidas tasas de interés de largo plazo y bajos niveles de spreads soberanos para economías emergentes. Esto, a pesar del aumento adicional en el precio del petróleo y el resurgimiento de los riesgos geopolíticos. En el plano interno, las principales novedades confirman la atenuación de algunos riesgos considerados en el escenario central de proyecciones. Especialmente, el panorama de crecimiento se ha presentado más dinámico que lo previsto en el último IPOM, destacando la expansión del sector comercio y la actividad industrial. Asimismo, el consumo privado y las importaciones de bienes de capital han vuelto a sorprender positivamente, contribuyendo al aumento de la proyección de actividad para el segundo trimestre. Adicionalmente, el mercado laboral y la creación de empleos, tanto asalariado como por cuenta propia, también han respondido a este entorno más dinámico. En particular, la tasa de desempleo experimentó una caída de más de 1 punto porcentual respecto a igual trimestre móvil del año anterior. En cuanto a precios y costos, destaca que las distintas medidas de tendencia inflacionaria continúan mostrando un incremento gradual. Los registros efectivos del mes estuvieron por sobre lo estimado para el IPC y el IPCX, aunque no se generaron sorpresas en la trayectoria prevista para el IPCX1. Por su parte, algunos indicadores vinculados a los mercados financieros no muestran cambios relevantes desde la reunión pasada. El TCR casi no experimentó variación respecto a mayo; las expectativas inflacionarias para el horizonte de política permanecen ancladas al centro del rango meta, al igual que la compensación inflacionaria de mediano y largo plazo. Asimismo, los costos laborales unitarios permanecen contenidos al igual que las distintas medidas de márgenes.

Aunque los antecedentes anteriores, a grandes rasgos, continúan dentro de lo previsto en el último IPOM, presentan cambios respecto al escenario base. Se prevé casi un 1% más de crecimiento para el segundo trimestre, cifra que probablemente nos situará más cerca del techo que del piso del rango proyectado para el año. Además, las nuevas proyecciones para la inflación en el corto plazo exhiben un incremento adicional entre 0,6% y 0,8%, aunque con trayectorias que continúan dentro del rango meta.

24



No hay duda, agrega la Consejera señora María Elena Ovalle, que las presiones inflacionarias derivadas de este progresivo y más intenso cierre de brechas de capacidad hacen necesario continuar con la normalización del impulso monetario actual. En este sentido, cree que la opción más apropiada es un alza de 25 pb en la TPM. Señala que un ajuste mayor no se justifica en esta ocasión, ya que el panorama macroeconómico actual sigue siendo coherente con la estrategia de normalización pausada. Para plantear un cambio de velocidad de la estrategia seguida, aunque exista la probabilidad, es necesario tener mayores evidencias que las actuales. En consecuencia, su voto es por aumentar la tasa de política monetaria en 25 pb.

El Vicepresidente, señor José De Gregorio, señala que la evolución de la economía es consistente con nuestro escenario central de IPOM, en materia de cumplimiento de la meta inflacionaria, el que a su vez sirve de sustento a la actual política de retirar gradualmente el impulso monetario expansivo.

Señala que los riesgos, respecto al nivel de actividad se han ido disipando y en materia de crecimiento probablemente nos encontramos en la parte superior del rango estimado y no se puede descartar que incluso por arriba del mismo.

Indica también que, por su parte, la evolución de la inflación habida cuenta del impacto del precio del petróleo, que ha sido la principal noticia negativa del escenario macro, las tarifas reguladas y el shock de bienes perecibles, es coherente con nuestra meta de inflación, en que se verá un IPC mayor al indicado en el IPOM, a fines de este año.

Agrega el Consejero señor De Gregorio, que las presiones inflacionarias se encuentran acotadas, en particular dada la evolución de los costos laborales unitarios y que la inflación debería converger gradualmente al centro del rango meta, lo que requiere una gradual normalización de la tasa de interés hacia sus niveles de neutralidad.

Asimismo, señala que la posibilidad de un escenario más dinámico, desde el punto de vista de la actividad, no cambia hoy día de manera significativa la evolución esperada de la inflación, aunque habrá que seguir cuidadosamente las potenciales presiones que puedan surgir en el futuro, para evaluar la necesidad de ajustar el actual ritmo de ajuste.

Finalmente, expresa que por lo anterior, no ve razones para cambiar esta estrategia de política monetaria, ya sea en la dirección de acelerar el ritmo de alzas de tasas de interés o de hacerlo más pausado y, por lo tanto, tampoco cree que corresponda dar señales comunicacionales que desvíen de indicar claramente esta estrategia.

Por último, el Vicepresidente señor De Gregorio manifiesta que, tal como ya ha sido señalado, mantener la tasa de interés sin cambio daría una confusa señal, indicando que la velocidad se habría reducido. Lo mismo se puede decir para un aumento de 50 puntos base, lo que reflejaría un innecesario aumento en la velocidad de normalización de tasas. Por lo tanto, considera que en esta reunión, después de haber mantenido la tasa el mes pasado, la decisión más adecuada es subir la tasa de interés en 25 puntos base y, en consecuencia, su voto es en tal sentido.

4



El Presidente, señor Vittorio Corbo, manifiesta que como lo ilustra la Minuta de la Gerencia de División Estudios, los antecedentes disponibles muestran que el sólido crecimiento del producto continúa y supera nuestras proyecciones del último IPOM. De otra parte, por el lado de la demanda, la inversión se mantiene robusta, el consumo privado responde favorablemente a la mejora continua en el mercado laboral y a las buenas perspectivas económicas y, con la excepción de la minería, los volúmenes exportados muestran un sólido crecimiento. En el lado financiero, los agregados monetarios y las colocaciones -tanto a personas como a empresas- crecen a tasas anuales de dos dígitos y la Bolsa alcanza niveles récord. Este ciclo expansivo en el producto, la demanda y los mercados financieros, que está siendo impulsado por un entorno externo que se mantiene favorable, a pesar de los altos precios del petróleo, y condiciones monetarias que continúan siendo claramente expansivas, disipa los riesgos negativos sobre la proyección de crecimiento que visualizábamos en el último IPOM.

Por el lado de la inflación, tanto la inflación efectiva como la proyectada para el resto del año del IPC y del IPCX se aumentan, impulsadas principalmente por los incrementos en el precio de los combustibles, en las tarifas reguladas, y en algunos bienes perecederos, los que no eran parte de nuestro escenario central del último IPOM. En contraste, la inflación del IPCX1 se incrementa hacia el centro del rango meta en línea con las proyecciones del último IPOM. A medida que progresa el proceso de cierre de brechas, la inflación del IPC (y sus variantes) debería continuar su ciclo ascendente.

La combinación del cierre progresivo de brechas de capacidad con los shocks en los precios de combustibles, en las tarifas reguladas y en algunos bienes perecederos, aumenta los riesgos que los efectos de segunda vuelta sobre el IPC lleven a la inflación, en el horizonte de política, por sobre el centro del rango meta, aumentando también el riesgo que las expectativas de inflación comiencen a desviarse en forma sistemática de este nivel. En estas circunstancias, para mantener la inflación y las expectativas de ésta en torno al centro del rango meta en el horizonte habitual de proyección, corresponde continuar con el proceso de normalización de la política monetaria para llevarla progresivamente a un nivel más neutral. El ritmo que termine tomando este proceso va a depender de la forma en que evolucione la tendencia inflacionaria en los meses venideros. Por lo anterior, su voto es a favor de un alza de 25 puntos bases en la TPM.

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

80-01-050712 – Tasa de Política Monetaria.

En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base, hasta 3,5% anual.

III. Comunicado

“ En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base, hasta 3,5% anual.

4



La información disponible muestra que el crecimiento de la actividad sigue siendo superior a su tendencia, apoyado por condiciones monetarias en Chile que continúan siendo claramente expansivas y por un entorno internacional favorable, pese a los elevados precios del petróleo. La inversión ha seguido creciendo con inesperado vigor, mientras el empleo ha aumentado a tasas elevadas, lo que favorece el dinamismo del consumo.

La inflación mensual del IPC ha sido mayor que lo proyectado en el último Informe de Política Monetaria, por la incidencia de alzas en los precios de los combustibles, de ciertas tarifas reguladas y en los precios de algunos bienes perecibles. Sin embargo, la tendencia inflacionaria sigue aumentando gradualmente, en línea con lo previsto.

El Consejo reitera su compromiso de conducir la política monetaria de manera de mantener una trayectoria para la inflación esperada 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 16.50 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)

hp



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

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

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

Asisten también:

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

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

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

II. Exposición.

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

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



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

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

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

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

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

43



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

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

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

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

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

H
Se.



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

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

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

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

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

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

HP
Jc



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

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

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

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

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

hp
5e.



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

El Presidente ofrece la palabra para comentarios.

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

4
De.



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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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



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

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

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

El Presidente, señor Vittorio Corbo, suspende la Sesión a las 13,10 horas e informa que la misma se reanudará a las 16:00 horas.

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 81.

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

El señor Gerente de División mencionado informa lo siguiente:

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



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

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

4
3



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

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

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

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

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

4



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

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

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

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

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

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

H. C.



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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

Handwritten signature and initials in blue ink.



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

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

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

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

H
J



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

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

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

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

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

81-01-050811 – Tasa de Política Monetaria.

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

III. Comunicado

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

H
J.C.



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

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

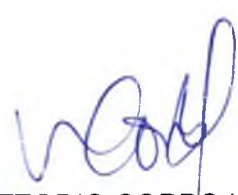
El Consejo considera que, en el escenario más probable, continuará reduciendo el estímulo monetario prevaleciente, de manera de mantener una trayectoria esperada para la inflación en torno a 3% anual en el horizonte habitual de política."

El Consejo aprueba el texto del Comunicado.

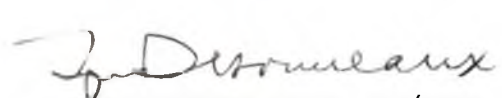
Se levanta la Sesión a las 16.50 horas.



JOSE DE GREGORIO REBECO
Vicepresidente



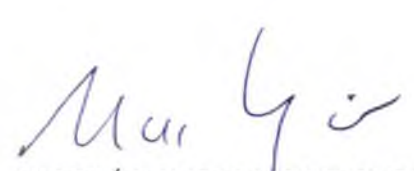
VITTORIO CORBO LIOI
Presidente



JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Consejero



MARÍA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera



NICOLÁS EYZAGUIRRE GUZMÁN
Ministro de Hacienda



MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero



MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe





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

En Santiago de Chile, a 8 de septiembre de 2005, siendo las 11,30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Vittorio Corbo Lioi y con la asistencia del Vicepresidente don José De Gregorio Rebeco y de los Consejeros doña María Elena Ovalle Molina, don Jorge Desormeaux Jiménez y don Manuel Marfán Lewis.

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

Asisten también:

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

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

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

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

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

II. Exposición.

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



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

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

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

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

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

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



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

El Presidente ofrece la palabra para comentarios.

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

4



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

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

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

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

El Presidente, señor Vittorio Corbo, suspende la Sesión a las 13,12 horas e informa que la misma se reanudará a las 16:00 horas.

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 83.

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

El señor Gerente de División mencionado informa lo siguiente:

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

47



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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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



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

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

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

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

La Consejera señora María Elena Ovalle, señala que de los antecedentes analizados en la reunión de hoy se desprende que las condiciones macroeconómicas y financieras prevalecientes en el escenario internacional siguen mostrándose favorables para la economía chilena.

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

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

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



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

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

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

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



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

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

24



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

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

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

83-01-050908 – Tasa de Política Monetaria.

En su Reunión Mensual de Política Monetaria, el Consejo del Banco Central acordó aumentar la Tasa de Interés de Política Monetaria en 25 puntos base, hasta 4% anual.

III. Comunicado

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

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

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

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

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

44



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

MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe



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)



ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION DE POLITICA MONETARIA N° 85
celebrada el 10 de noviembre de 2005

En Santiago de Chile, a 10 de noviembre 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 Internacional, don Esteban Jadresic Marinovic;
Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera Barriga;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva;
Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;
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;
Secretaria Ejecutiva del Gabinete de la Presidencia, doña Cecilia Feliú Carrizo,
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 mayo de 2006

El señor Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de mayo de 2006, para el día 11 de ese mes. Comunica también el señor Presidente, que la presentación del IPOM a la Comisión de Hacienda del Senado se efectuará el día miércoles 18 de ese mismo mes. Asimismo, el señor Presidente señala que antes de iniciar la exposición de la Gerencia de División Estudios, desea aprovechar la oportunidad para efectuar un reconocimiento a la contribución que ha efectuado al Banco, la Consejera señora María Elena Ovalle, quien próximamente deja la Institución y asiste por última vez a la Reunión de Política Monetaria. Agrega el señor Presidente que desea destacar la seriedad del trabajo que ha realizado la señora Consejera, durante este período, para tomar las decisiones de la manera más informada posible, especialmente, con respecto al curso de la política monetaria.



La Consejera señora María Elena Ovalle, señala que agradece las palabras del señor Presidente.

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.

II. Exposición

El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Pablo García da cuenta que aunque el escenario externo sigue siendo favorable, con un aumento de los términos de intercambio, la tasa de interés internacional ha aumentado y los riesgos en torno a la evolución de la actividad y la inflación mundiales parecen ser mayores. Señala que internamente no se han repetido los signos de debilidad en la actividad de los últimos meses, mientras que el panorama del segundo semestre para el consumo se ha vuelto a acercar al escenario contemplado en el IPoM. La inversión y el empleo asalariado siguen bastante pujantes, aunque la primera afectada por factores específicos en las importaciones de maquinaria y equipos. La inflación del IPC estuvo por sobre lo previsto en la última RPM, debido mayores incrementos de perecibles y algunos combustibles. La inflación subyacente sigue contenida, mientras los costos laborales unitarios ya no muestran caídas en doce meses. Menciona también, que ha destacado el fuerte incremento que siguieron experimentando las tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile de plazos más largos, principalmente reajustables, y un escenario de inflación que se espera más abultado en los próximos meses. No obstante, señala que las expectativas de inflación de mediano y largo plazo se mantienen ancladas en el centro del rango meta.

La coyuntura externa sigue dando noticias positivas de actividad y perspectivas en las principales zonas económicas. En Estados Unidos de América los datos apuntan a un crecimiento que se ubica por sobre su tendencia, mientras que en Japón se consolida un escenario de mayor crecimiento, y en Europa los indicadores de confianza han remontado en algo. Los precios *spot* y futuros del cobre volvieron a aumentar, mientras que el precio *spot* del petróleo y de derivados ha caído. No obstante lo anterior, los riesgos de una desaceleración brusca de la actividad mundial, sea por el efecto contractivo de los niveles del precio del petróleo o por acciones de política monetaria para contener una eventual aceleración inflacionaria, parecen ser mayores.

Indica que, internamente, las tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile han seguido subiendo de manera significativa, en especial las reajustables. La tendencia de alza de tasas responde al ritmo de normalización monetaria más rápido que se espera tanto en Chile como en el mundo, a lo que se agrega el ruido de corto plazo producto de la volatilidad mensual de la inflación y del acomodo de portafolio de algunos agentes en el contexto de las mayores tasas. Los agregados monetarios mantienen una expansión moderada, mientras que las condiciones de financiamiento de empresas y personas siguen siendo favorables. Hace presente, que de hecho, solo las tasas de créditos de consumo y comerciales han estado ajenos al escenario de incremento en el costo del financiamiento. El tipo de cambio, tanto nominal como real, ha tenido grados importantes de volatilidad en las últimas tres semanas. En todo caso, y aunque los movimientos precisos que ha tenido el peso son difíciles de atribuir a factores específicos, el incremento del diferencial de tasas internas; respecto de las externas en los últimos meses apuntaría a expectativas privadas de mayor depreciación (o menor apreciación) real esperada respecto del dólar.



Agrega el señor Gerente que en general, las noticias de actividad del último mes mostraron que no se profundizó la moderación del crecimiento durante el tercer trimestre. La producción industrial y los indicadores de comercio se ubicaron algo por sobre lo previsto durante septiembre. La estimación de consumo privado se revisó al alza, aunque no llegando al escenario del IPoM, mientras la inversión continúa creciendo de forma robusta, afectada de manera relevante por las importaciones de buses vinculados al Transantiago. Las exportaciones (minerías e industriales) mostraron en el tercer trimestre un menor dinamismo, lo que se estaría revirtiendo en el cuarto trimestre.

El mercado laboral sigue presentando un panorama positivo. La creación de empleo asalariado continúa siendo fuerte, siguiendo con el patrón sectorial visto en los últimos meses, es decir, sesgado a la contratación en sectores de comercio y servicios. La participación no ha seguido subiendo por lo que la tasa de desocupación desestacionalizada continúa descendiendo de manera rápida, llegando a 7,7% en el último trimestre móvil. Las menores holguras en el mercado laboral se están también manifestando en una aceleración de las remuneraciones y los costos laborales unitarios, que de hecho ya no muestran caídas en doce meses. El reajuste para el sector público anunciado recientemente supera en un punto el escenario que se tenía contemplado para la realización de proyecciones. Se estima en todo caso que el efecto inflacionario de esta diferencia sería muy menor.

La inflación del IPC superó lo previsto en la última RPM en tres décimas, con buena parte de la diferencia atribuible a un incremento mayor de los perecibles, con una contribución menor de algunos combustibles. La inflación subyacente, en tanto, fue de hecho algo menor que lo proyectado, con lo que la inflación del IPCX y del IPCX1 se ubicó en 2,8% y 2,5%, respectivamente. Señala el señor Gerente, que el resto de las medidas de tendencia inflacionaria han continuado aumentando. Las perspectivas de corto plazo apuntan a que la inflación anual del IPC continuará aumentando en los próximos meses, llegando a cifras superiores a las esperadas anteriormente y con un máximo entre 4,5% y 5% hacia el primer trimestre del próximo año. En esto incide principalmente la evaluación de que las noticias recientes de perecibles son algo más persistentes, el incremento esperado en la tarifa de la locomoción colectiva, el mayor valor del transporte aéreo (por los altos precios del petróleo), entre otros. No obstante esto, la trayectoria de la inflación del IPCX1 se ubicaría marginalmente por debajo de lo proyectado en el IPoM.

Hace presente el señor Gerente de Análisis Macroeconómico, que las expectativas privadas respecto a la inflación en el largo plazo han dejado de subir, ubicándose en torno a 3%, y algunas medidas de hecho han mostrado caídas relativamente significativas. Esta evolución de las expectativas podría vincularse a que la aceleración inflacionaria, producto de mayores precios del petróleo, ya se habría producido y no quedarían incrementos adicionales gracias a que el traspaso a subyacente sería acotado. Adicionalmente, tanto la estructura de tasas como las encuestas a analistas indican que se espera un aumento más rápido que lo previsto hace dos meses atrás de la TPM, lo que también puede haber contribuido a acotar el repunte de las expectativas de inflación. En términos de crecimiento, el panorama de los analistas para el corto plazo no ha sufrido mayores modificaciones, estando bastante en línea con las proyecciones internas presentadas en esta reunión.



El Presidente ofrece la palabra para comentarios.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Pablo García indicó que dentro de los puntos destacados de la reunión puede señalarse que el escenario internacional para la economía chilena se mantiene favorable en términos de crecimiento mundial, de intercambio e incluso en condiciones favorables que aún son ventajosas. Sin embargo, la evaluación que existe es que los riesgos se han acrecentado desde la última reunión y ello, por eventuales mayores presiones inflacionarias en el mundo y también, por la posibilidad de aumentos más acelerados de las tasas de interés. Agrega, que también ha incidido en esta incertidumbre los efectos del elevado precio del petróleo sobre la actividad. Indica asimismo, que por el lado inflacionario, el IPC superó en el mes pasado lo previsto, por factores específicos que son probablemente transitorios y que las medidas subyacentes estuvieron más cerca de lo proyectado.

El Ministro de Hacienda, señor Nicolás Eyzaguirre consulta al señor Gerente de Análisis Macroeconómico, si cuando señala que la inflación subyacente ha estado más cerca de lo proyectado se refiere a que si ella está más cerca, pero más baja. El señor Gerente responde que, efectivamente la inflación subyacente ha estado más baja de lo proyectado.

Respecto al escenario mundial, el Presidente señor Vittorio Corbo, señala que en resumen éste se presenta bien, pero que los riesgos han aumentado, especialmente en lo que se refiere a la inflación. Indica que este fenómeno ha tenido un alza en todos los países y la pregunta es cuánto de esta situación se traspasará a efectos de segunda vuelta y a salarios. Agrega que en Estados Unidos de América queda todavía un aumento importante en los precios del gas natural y también de la electricidad y eso se reflejará en los meses de invierno, así que también ello puede afectar a la demanda agregada en los Estados Unidos de América. Concluye el señor Presidente, que en general la economía mundial en promedio se aprecia bien, incluso en el margen, y mejor en promedio que con anterioridad, no obstante que los riesgos son mayores.

El señor Ministro de Hacienda consulta si se tiene alguna interpretación de este fenómeno, considerando que Estados Unidos de América tiene un gap entre crecimiento efectivo y potencial menor que en Chile, y que sigue creciendo por arriba del potencial. El Gerente de División Estudios, señor Rodrigo Valdés, responde que en su opinión, lo que se ha apreciado en el mundo entero, en la última década, se denomina el aplanamiento de la Curva de Phillips, y que la brecha explica cada vez menos los cambios en la inflación. Le parece que existe un fenómeno global en la economía, y del que no se tiene evidencia aún en Chile, pero que se trata de un fenómeno bien establecido y que presenta muchas interrogantes para la Política Monetaria. Agrega el señor Valdés, que la otra característica de la que sí hay bastante evidencia, es respecto de la existencia de una disminución marcada de la persistencia de la inflación en casi todos los países. Indica que ello ocurrió en Chile, ya que la inflación hoy es menos persistente de lo que era en los años 90. Sin embargo, no es posible anticipar cuánto podría durar ese fenómeno. El Gerente de División Política Financiera, señor Luis Óscar Herrera, señala que lo que se ha visto con fuerza es el tema de la globalización. El pricing power de los productores de los Estados Unidos de América se ha ido reduciendo porque existe una mayor intensidad o capacidad de importar, y una mayor distribución de los costos a través de distintas regiones. Uno de los temas que se comenta, es que existe una menor correlación entre los costos laborales unitarios y el comportamiento de la inflación. Entonces, en este período, se ha visto el efecto output gap hacia los costos laborales unitarios, pero eso no se ha transmitido después hacia el precio final. Señala que los márgenes hoy son más flexibles para absorber ese tipo de presiones. El Presidente señor Vittorio Corbo, señala que comparte la opinión del Gerente de División Política Financiera. Sin embargo, expresa que la inflación está subiendo en todos los países y la globalización afectará a todos, mencionando,



por ejemplo, a Europa y Canadá. El señor Ministro de Hacienda sobre el mismo tema, señala que lo que se estaría afirmando entonces es que la economía se ha hecho más transable, pero que existe un límite para que las presiones de demanda se eliminen vía cuenta corriente sin presionar los precios.

El Ministro de Hacienda señor Nicolás Eyzaguirre, señala que de un año a esta parte el dólar ha perdido fuerza respecto al Euro y al Yen. Por lo tanto, al menos el abastecimiento e importación de esos mercados debiera ser más elevada. El Gerente de División Política Financiera responde al señor Ministro señalando, que esta misma historia se puede contar para el período anterior. Indica que mientras existía brecha y se depreció el dólar no hubo efecto inflación. Una vez que empezó a topar la brecha y aumentar la tasa de la Reserva Federal, el dólar se apreció en los mercados internacionales. Agrega, que en los últimos seis meses, desde que comenzaron a subir las tasas en Estados Unidos de América, el dólar se ha venido apreciando, respecto al resto de las monedas. El Gerente de División Internacional señor Esteban Jadresic, agrega respecto a lo que se ha dicho sobre el crecimiento del producto potencial en Estados Unidos de América, existe diversidad de opiniones, pero las más usuales están del orden del 3,5%, que es similar a lo que está ofreciendo la economía en la actualidad. Señala que la evaluación de que la brecha se ha estado reduciendo en los Estados Unidos de América en el pasado es cierta, pero este año y las proyecciones hacia el futuro se encuentran bastante en línea.

El Consejero señor Manuel Marfán, señala que le parece que el fenómeno que también se ha visto es que el pass through de movimientos de precios relevantes hacia inflación se ha reducido prácticamente en todo el mundo. Agrega que existe la sensación de que hoy se pueden cambiar precios relativos más fácilmente sin que se produzcan necesariamente consecuencias inflacionarias. En consecuencia, manifiesta algunas dudas respecto al temor que existe en muchos países sobre los efectos de segunda vuelta, que tal vez podría ser sobredimensionado si es que resulta correcta esta hipótesis. Agrega, que a lo mejor los efectos de segunda vuelta en la actualidad son menos intensos que los de antes, porque las economías aceptan cambios de precios relativos sin necesariamente aumentos de inflación. Finalmente, manifiesta que no sabe si de esto se pueden extraer lecciones para el caso chileno. El Gerente de División Estudios señor Valdés, señala que otro elemento que explica el bajo efecto inflacionario de la depreciación del dólar es que los precios en esa moneda, también estaban bajando en el mundo.

El Consejero señor Jorge Desormeaux, señala que quiere tocar un tema que se refiere al mercado inmobiliario. Hace presente que los analistas de bancos de inversiones han expresado que se está apreciando una disminución en las ventas inmobiliarias en Estados Unidos de América y que esta situación se traduciría en precios de vivienda que empezarán a caer, y entonces allí se presenta otro riesgo que tendrá que dimensionarse.

El Presidente señor Vittorio Corbo, comenta que en la última reunión realizada por el BIS se planteó una gran preocupación con respecto a los efectos de segunda vuelta de la inflación. También surgió el tema expresado por el Consejero señor Desormeaux, en cuanto al problema de la caída de la actividad en el sector vivienda, especialmente en el caso de vivienda nuevas y que se está apreciando que los inventarios de estas viviendas están creciendo. Indica que todavía no se visualizan en los precios, pero sí se está presentando en la actividad.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Pablo García, hace presente que la compensación inflacionaria ha caído fuertemente las últimas semanas, ubicándose en torno a 3%. Agrega que por otra parte, imputando las implicancias para el impulso monetario de las tasas de interés que se están viendo en la actualidad, ello demuestra que con los impactos que se estima que tienen en la evolución de la actividad y en la demanda agregada, ese impulso se ha reducido, pero continúa teniendo un efecto positivo en el dinamismo de la actividad. El



Consejero señor Marfán, con respecto al impulso monetario, señala que quiere entender que la rebaja de tasa tan brusca, de 100 puntos base, en dos reuniones de política monetaria consecutivas, no aumentó el impulso monetario incluso lo redujo. El Gerente señor Pablo García, señala que la reducción del impulso, en este caso, se venía produciendo y estaba motivado por la fuerte caída de las expectativas de inflación. Agrega que esa reducción de tasas en parte, se hizo cargo de esa situación. El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, en relación a la curva del gráfico que se exhibe, respecto al impulso monetario, señala que ella tiene dos ingredientes, la tasa corta y la tasa larga. En la parte de la tasa corta influye la tasa nominal y las expectativas de inflación promedio a dos años plazo. La otra parte es la tasa de mercado. Señala, que cuando se bajaron las tasas, las expectativas de inflación venían a la baja, lo que, en si mismo disminuía el impulso monetario. Agrega, que con las rebajas de tasas se logró disminuir ese efecto y de hecho finalmente volvió a subir el impulso. Indica, que cuando se empezaron a normalizar las tasas, las expectativas bajaron y, asimismo, además éstas, y las expectativas de inflación también subieron algo, anulando parte del efecto del alza de tasas. Claramente esta parte, ligada a tasas cortas, es mucho menos importante que la baja de tasas largas, que fue muy fuerte en los últimos trimestres. Agrega, que además existe un efecto adicional, que consiste en que la evaluación de la tasa neutral ha ido cambiando en el tiempo, lo que está también detrás de estos cálculos y eso refleja justamente las evaluaciones de cada IPoM.

El Vicepresidente señor De Gregorio señala, que tiene algunas dudas respecto de los modelos que se utilizan para estas mediciones y que le gustaría saber cómo es la estructura que va surgiendo de los modelos, porque en su opinión no responde demasiado al activismo que él esperaría en un modelo tradicional de metas de inflación. Le parece que ni siquiera existe el principio Taylor, es decir, que cuando suben las expectativas de inflación se sube más la tasa de interés.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Pablo García, señala que la expansividad de la actual política monetaria se aprecia en diversas variables distintas a las tasas de interés, por ejemplo el crédito a las personas sigue aumentando por sobre el 20% desde fines del año pasado, el crédito a las empresas por sobre el 10% y los créditos de las empresas que han mostrado una aceleración, que también ha sido relativamente sustancial.

El Consejero señor Manuel Marfán, indica que le parece que sería interesante, en alguna oportunidad, aunque no siempre, ver los niveles de los índices, porque cuando se ven solamente las tasas de variación, podrían existir fenómenos ocultos. Agrega, que le llama la atención y le gustaría saber cómo es el acumulado del crédito a las personas. Lo mismo respecto al precio de las acciones. Señala, que tiene la impresión que se puede visualmente tener alguna sensación de diagnóstico de algunas variables, simplemente, observando el nivel y no sólo su tasa de variación.

El Gerente señor García, señala que donde la expansividad de la política monetaria se aprecia que se ha ido reduciendo en forma más aparente, es en los agregados monetarios. Señala que el M2 crece más que los otros agregados monetarios, producto de un cambio de portafolio relativamente fuerte, que está produciendo un incremento sustancial de los depósitos a plazo. Cree asimismo, que ello es más bien un fenómeno que no está presionando a las tasas de interés a la baja, sino que por el contrario, lo que se aprecia es que las tasas de interés de captación de hecho están aumentando en una tendencia que se asemeja al período que se vivió entre abril y mediados del año en curso, donde por diversas razones, en términos de necesidad de financiamiento, los bancos se vieron en la obligación de captar recursos que superaban de manera bastante fuerte el costo de fondo dado para la tasa de política monetaria. El Consejero señor Marfán, estima que podría existir una interpretación alternativa o complementaria, en el sentido que la fuente de rentabilidad o de utilidades de los bancos se ha ido desplazando desde comisiones a utilidades en la captación de fondos. Agrega, que le parece curioso que a pesar del aumento en las tasas de interés de captación,



los bancos están obteniendo, como ocurre en otros países del mundo, rentabilidad más bien por el lado de sus tasas de interés en la captación de fondos que por efectos de las comisiones. En su opinión, podría existir también un fenómeno de cambio estructural en el comportamiento de los bancos. Sobre este tema, el Presidente señor Corbo cree que el problema tiene que ver con la pérdida de depósitos de los Fondos Mutuos en los bancos, ya que éstos tenían colocaciones muy altas en estas instituciones y con el retiro de dichos fondos tienen que salir ellos al mercado.

El Gerente de Mercados Financieros señor Beltrán De Ramón, manifiesta que los depósitos a plazo han subido más allá de la diferencia con respecto a la TPM, a lo menos por dos razones. La primera, porque los Fondos Mutuos están vendiendo depósitos a plazo, tanto en pesos como en UF. En segundo lugar, también han subido las tasas de estos depósitos, porque en el cuarto trimestre del año pasado, los bancos crecieron mucho y otorgaron financiamiento y esos depósitos a plazo están venciendo ahora. El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, señala que esta situación explica los movimientos que se han producido, excepto el alza de tasas de corto plazo y le parece que puede obedecer a problemas de liquidez de algunos bancos por el calce. El Gerente de División Política Financiera señor Luis Óscar Herrera señala, que los Fondos Mutuos son una fuente de financiamiento igual que las personas, pero de liquidez disponible rápidamente. Acumulan muchos recursos y es fácil retirarlos. Los bancos que no tienen sucursales, que captan menos, recurren a los Fondos Mutuos. Asimismo, otros participantes relevantes en el mercado están comprándoles baratos estos depósitos que están liberando las personas. Entonces, tampoco están disponibles a las mismas tasas del resto del mercado. El Consejero señor Marfán, señala que si para las empresas y las personas traspasarse de Fondos Mutuos a Depósitos a Plazo son sustitutivos uno del otro, la definición de dinero debiera incluir a los dos, ya que en estricto rigor si se está analizando el efecto expansivo contractivo de los agregados monetarios, y resulta que por alguna razón el M2 se disparó porque la gente se fue de Fondos Mutuos a Depósitos a Plazo, no es que esté demandando dinero por motivos de transacción, lo único que ocurre es un ajuste de portafolio entre dos activos que son absolutamente sustitutos entre sí. Sugiere efectuar una revisión de estas definiciones para un análisis. El Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García, sobre este tema señala, que existe una agenda que data de varios años, de recuperación de datos precisamente para tener una propuesta de definición de agregados, que corresponden a recomendaciones del Fondo Monetario Internacional para efectos estadísticos.

En lo que se refiere a la encuesta de expectativas para la TPM, el Gerente de Análisis Macroeconómico don Pablo García, señala que ella muestra, en el corto plazo, una trayectoria bastante parecida con la que tiene implícita la forward. Agrega que esto significa que a diciembre de este año la TPM implícita en la forward es de 4,7%, 4,6% en la reunión pasada y para diciembre del año 2006 es de 6,3% desde 5,7% que era en la reunión pasada. Es decir, hay un incremento de 50 puntos base, aproximadamente, para fines del próximo año.

El Gerente de Análisis Macroeconómico don Pablo García, señala que respecto al consumo, en el mes pasado se había detectado que el tercer trimestre estaba mostrando un cierto debilitamiento, que significaba que estaba menos fuerte de lo que se había considerado en el IPoM para el corto plazo, lo que podría tener como explicación el comportamiento de las expectativas, que a su vez estarían influidas por lo ocurrido con el precio de los combustibles. Señala el Gerente, que las expectativas no han mejorado de manera significativa, se han mantenido bastante estables, pero que las cifras coyunturales de consumo han mostrado un repunte en los últimos meses, lo que indicaría que el debilitamiento que se produjo tuvo un componente transitorio en el tercer trimestre, relativamente importante.

10



En relación al proceso de desaceleración de la actividad, el Vicepresidente señor José De Gregorio, señala que le preocupa este tema, ya que siempre se ha tenido la idea que la economía ha venido fuerte durante el año 2005, lo que probablemente se repita el año 2006, aunque algo menor, pero se está en una fase de crecimiento más sostenido, lo que entrega una noción para saber qué va a pasar entre el año 2006 y 2007, que de seguir esta dinámica mecánica, estaríamos hablando de un crecimiento mucho más cercano al 5% para los próximos dos o tres años, lo que cuesta entender, ya que piensa que en esta etapa se avanzaría más rápido. Sugiere por una parte, analizar esta dinámica algo mecánica que existe y por otra, estudiarlo también dentro del contexto de nuestra política.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García, señala que en cuanto a la evaluación del riesgo inflacionario de mediano plazo, se aprecia que en la proyección que se tenía para el IPoM, se consideraba una inflación de 2,8% al año 2006, y que esos riesgos inflacionarios se han desplazado marginalmente hacia el alza, producto de las noticias más recientes. Agrega que existe riesgo que las expectativas de inflación se desalinen en el momento que ésta se ubique coyunturalmente en torno al 5%, el primer trimestre del próximo año. El Consejero señor Manuel Marfán señala que le parece que el escenario del IPoM sigue siendo el que creemos más razonable. Por un lado, señala que es efectivo que la evolución del IPCX1 ha estado por debajo de las proyecciones previas, y que la actividad ha tenido una desaceleración algo más rápida que lo previsto, el ritmo de la expansión de la actividad también ha sido algo menor que el proyectado, tanto por datos efectivos del tercer trimestre como también por el perfil que muestra esta situación en el curso del año y en áreas de inflación privadas, que en cierta medida consisten en que el incremento inflacionario que se presenta constituye un fenómeno básicamente transitorio.

El Presidente, señor Vittorio Corbo, suspende la Sesión a las 14:00 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° 85.

El señor Presidente deja constancia que el señor Ministro de Hacienda don Nicolás Eyzaguirre Guzmán, le ha comunicado que no podrá asistir a la reunión de la tarde y que no se encuentra presente en la Sala, la Secretaria Ejecutiva del Gabinete de la Presidencia, señora Cecilia Feliú Carrizo.

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 informa lo siguiente:

1. En la reunión de política monetaria de octubre, el Consejo decidió aumentar la tasa de interés de política en 25 puntos base hasta un nivel de 4,25%. Señala el señor Valdés, que en la decisión se consideró que, si bien el crecimiento era algo menor que lo previsto, la demanda interna mantenía un elevado dinamismo, más notorio en la inversión que en el consumo, y las condiciones monetarias en Chile continuaban siendo claramente expansivas. La inflación había sido sorpresivamente alta por la incidencia de precios específicos, pero las medidas de inflación subyacente seguían aumentando en línea con lo previsto.



2. Las principales novedades desde la última reunión son las siguientes. En el lado externo, si bien continúa un panorama favorable para la economía chilena, con mejores términos de intercambio por el aumento del precio del cobre y la disminución del precio del petróleo, y un crecimiento mundial elevado, las tasas de interés internacionales siguieron aumentando y los riesgos parecen ser mayores.
3. En el lado interno, el crecimiento interanual de la actividad en septiembre confirmó que la expansión del tercer trimestre fue menor que la proyectada en el IPoM, aunque sin un debilitamiento adicional al identificado el mes pasado. Las revisiones al alza del primer semestre sí implican una desaceleración mayor que la anticipada, aunque el crecimiento anual sigue por sobre su tendencia. La demanda interna, en cambio, se ve incluso más dinámica que lo previsto en el IPoM. El panorama para el consumo del segundo semestre ha mejorado, acercándose a lo previsto en el IPoM. Además, respecto de lo esperado en meses pasados, existiría mayor formación bruta de capital en el cuarto trimestre.
4. En el lado financiero interno, lo más notorio fue el alza de las tasas de interés de mediano y largo plazo y un empinamiento adicional de la estructura de tasas de corto plazo. Ello reduce la expansividad de las condiciones monetarias, la que en todo caso es aún considerable. El crédito continúa creciendo a tasas elevadas.
5. La inflación IPC nuevamente superó la prevista, aunque otra vez por la influencia de factores específicos y probablemente transitorios. Las medidas subyacentes estuvieron más cerca de lo proyectado. Se espera un aumento adicional de la inflación anual en el corto plazo, que debiera ser transitorio. Las expectativas de inflación, medidas a través de encuestas a analistas, a operadores de mesas y por la compensación inflacionaria, recogen este patrón y han disminuido respecto del mes pasado, alineándose en torno a 3% para horizontes de un año y más.
6. Con los antecedentes disponibles, al igual que en los últimos meses, es difícil justificar una opción distinta de aumentar la TPM en 25 puntos base.
7. También en esta oportunidad, se puede justificar un aumento de la TPM, considerando que los niveles actuales de la TPM están por debajo de cualquier medida neutral, la economía ya no requiere de un impulso intenso, y este ajuste conviene realizarlo de manera gradual. Indica, que el aumento de la inflación subyacente hacia el centro del rango meta, el incremento de las otras medidas de tendencia inflacionaria, y el hecho de que las holguras de actividad sigan disminuyendo, sustentan esta idea.
8. Agrega, que a pesar de lo anterior, podría argumentarse que, luego de cuatro alzas consecutivas en la TPM, este mes puede ser momento de una pausa considerando (i) la reducción del impulso monetario que envuelve el aumento de tasas de interés de mercado y (ii) el hecho de que la inflación subyacente esté marginalmente por debajo de lo proyectado en el IPoM y la actividad siga un patrón algo menos dinámico que el proyectado. En efecto, las proyecciones del último IPoM, al igual que las expectativas de mercado vigentes en ese momento, consideraban una trayectoria de la TPM menos rápida que cinco alzas mensuales consecutivas, al mismo tiempo que las noticias acumuladas sobre inflación subyacente y actividad no parecen apoyar un empinamiento de esta trayectoria. Indica el señor Gerente, que desde septiembre, sin embargo, la inflación del IPC ha estado bastante por encima de las proyecciones, hecho que ha requerido modificar esta trayectoria de tasas de manera de asegurar la mantención de expectativas bien ancladas. El que las tasas de mercado hayan aumentado, justamente refleja este hecho y no validarlas podría arriesgar su adecuado comportamiento. Además, dado que la TPM está por debajo de cualquier estimación neutral, un aumento de la tasa hoy, en un cuadro en que las brechas se copan progresivamente y la inflación subyacente



aumenta gradualmente, reduce la probabilidad de tener que realizar ajustes más fuertes en el futuro.

9. También se podría argumentar a favor de un alza de 50 puntos base a partir de (i) el nivel que ha alcanzado la inflación anual —en particular, el hecho de que se ubique por encima del rango meta—; (ii) el dinamismo que muestra el gasto interno; y (iii) los riesgos que, en este cuadro de mayor ritmo de aumento de precios, se desanclen las expectativas de inflación y se den efectos mayores de segunda vuelta. Un argumento diferente para eventualmente acelerar el ritmo de aumento de tasas, o descartar la mantención, se refiere a un eventual agotamiento de las brechas de capacidad más rápido que lo previsto. El hecho de que el gasto interno siga pujante, pero que el crecimiento de la actividad no lo acompañe, podría ser un síntoma de ello. También lo es el aumento en la tasa de crecimiento de los salarios nominales, la evidencia casuística de menor disponibilidad de mano de obra específica en algunos sectores, la disminución de las tasas de desempleo desestacionalizadas y el vigor con que se expande la inversión.
10. Estas consideraciones, sin embargo, no parecen suficientes. En primer lugar, el aumento inesperado de la inflación obedece a factores puntuales y probablemente transitorios. De hecho, algunos shocks, como el de los precios de los combustibles, se han estado revirtiendo. Además, no es evidente que se requiera una acción de política más agresiva por el solo hecho de que la inflación traspase los bordes del rango meta. El gasto, por su parte, no se aleja sustancialmente del escenario base del IPoM, mientras que en el último mes las expectativas de inflación se han acercado al centro del rango meta, lo que en principio aleja los riesgos de desanclaje mencionados. En segundo lugar, un escenario de brechas notoriamente más contraídas debería materializarse en un aumento de la inflación subyacente, situación sobre la cual hasta ahora no hay evidencia.
11. Finalmente, señala el señor Valdés, que se puede justificar un aumento de 25 puntos base, considerando que es un movimiento coherente con continuar normalizando la política monetaria, y que la normalización es necesaria para mantener la trayectoria de la inflación en torno a 3% en el mediano plazo. Señala que un movimiento de esta magnitud y en esta oportunidad, parece adecuado, considerando que el buen comportamiento de las expectativas de inflación no es independiente de las expectativas que forman los agentes respecto de la reacción de la política monetaria. Estas expectativas justamente consideran aumentos sucesivos de la TPM de 25 puntos base. Además, considerando que un aumento de 25 puntos base es ampliamente esperado por el mercado según se aprecia casi unánimemente en las encuestas, un alza de esa magnitud no debería afectar mayormente la estructura de precios de activos, incluyendo el tipo de cambio.

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

El Vicepresidente señor De Gregorio, consulta si se puede aclarar en el documento sobre Opciones presentado por el Gerente de División Estudios, lo indicado en el punto tercero de ese Informe en relación al punto nueve del mismo. Señala el señor Vicepresidente, que en el numeral 3. del documento mencionado, se indica que el crecimiento interanual de la actividad de septiembre confirmó que la expansión del tercer trimestre fue menor que la proyectada en el IPoM. Agrega que las revisiones al alza del primer semestre sí implican una desaceleración mayor que la anticipada, aunque el crecimiento anual sigue por sobre su tendencia. Asimismo, expresa que el panorama para el consumo del segundo semestre ha mejorado, acercándose a lo previsto en el Informe y además, respecto de lo esperado en meses pasados, existiría mayor formación bruta de capital en el cuarto trimestre. El señor Vicepresidente se pregunta si existiría una mayor formación bruta de capital en el cuarto trimestre, y que entonces estaríamos con algo menos de crecimiento, que todavía sigue



estando por sobre la tendencia cerrando brechas, y al mismo tiempo habría algo más de formación bruta de capital. Sin embargo, señala que el punto 9. del mismo Informe se refiere a un eventual agotamiento de las brechas de capacidad más rápido de lo previsto. En consecuencia, esta última afirmación sería consistente con el punto 3. antes mencionado, lo que también se reafirma con lo señalado en el punto 10. del Informe, que señala en lo pertinente, que un escenario de brechas notoriamente más contraídas debería materializarse en el aumento de la inflación subyacente, situación sobre la cual hasta ahora no hay evidencias, afirmación esta última que el señor Vicepresidente dice compartir.

El Gerente de División Estudios, señor Valdés, señala que este tema se refiere de alguna manera al punto planteado en la reunión de la mañana, en el sentido que en primer término, se trata de una hipótesis de que las brechas se están cerrando más rápido y cuáles serían los elementos coherentes con esta hipótesis o que podrían validarla. En primer término, podría afirmarse que el aumento de la inversión sería consecuencia precisamente de brechas de capacidades que están topando. El segundo elemento, es que el gasto presione demasiado y el PIB no lo siga o muestre que hay algún problema, que podría ser por el lado de la oferta, pero que no hay capacidad para mantener la demanda interna. Un tercer elemento, sería la disminución de la tasa de desempleo que ha sido bastante fuerte y que ya en algo se está reflejando en los salarios nominales, y también mucho de evidencia casuística de escasez de mano de obra.

Por otra parte, estima el señor Valdés que el problema que hay que discutir es si la brecha es 0 ó 1, que es básicamente algo estadístico, discusión que en algún momento tuvo validez, pero que hoy en día le parece algo marginal. Agrega, que de ahí nace la idea de tener esto como una hipótesis, ya que puede ser que las brechas simplemente hayan desaparecido antes, no porque el PIB esté más rápido o más lento, sino que, simplemente porque los niveles del potencial sean distintos a los que suponíamos en el escenario central.

El Gerente de División Política Financiera, don Luis Óscar Herrera, hace presente que de alguno de los antecedentes que se han revisado, le parece que básicamente en las tasas de expansión tanto en la economía mundial como en la chilena, continúan en línea con lo proyectado, pero que se está refiriendo a escenarios muy similares a los que se tenían proyectados y, por lo tanto, ello significa que a la fecha esta expansión no ha reflejado el impacto recesivo que se esperaba del shock petrolero. Agrega que ese riesgo, que habría internalizado el mercado, no se habría manifestado. Sin embargo, el impacto inflacionario del shock petrolero sí resulta evidente, aunque también hasta la fecha no se contamina hacia la tendencia inflacionaria, pero parece ser más relevante que en el pasado. En consecuencia, las tasas en el exterior y la evaluación que han hecho los mercados implicarían que probablemente el impulso monetario se moverá más rápidamente hacia un nivel neutral. En su opinión, lo mismo debería ocurrir en Chile, tanto por la correlación que ha tenido la demanda, las presiones de demanda interna y también las correlaciones que tienen las presiones de oferta, y la circunstancia de que las tasas en el exterior puedan aumentar más rápidamente, lo que agrega una dimensión cambiaria a la inflación chilena, y ello también lo han procesado los mercados en Chile en términos de aumento de las tasas de interés, más allá de algunos efectos que se han acentuado en las últimas semanas. Concluye el señor Herrera, que en este escenario concuerda con la opinión manifestada por la Gerencia de División Estudios.

El Gerente de División Internacional, señor Esteban Jadresic, hace presente que le parece que la situación de este mes es similar a la del anterior, en el sentido que atendida la denominación se podría decir que a pesar que esto no era lo esperado, algo transitorio, su evaluación es que no existen noticias que indiquen un cambio en los aspectos fundamentales que determinan la tendencia de la inflación, en particular, referente al mercado laboral en el sentido que el desempleo cayó y que también este mercado ha tendido a crecer a tasas negativas, pero dentro de lo esperable.



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

El Consejero señor Manuel Marfán, agradece el análisis del staff y hace presente que desde el último IPoM ha continuado la acumulación de antecedentes mixtos respecto del mes pasado. Señala que la evidencia muestra una reversión en el margen del aumento del precio internacional del petróleo mientras ha tendido a consolidarse un precio más elevado del cobre en una mezcla favorable al país. Agrega el señor Consejero, que las mayores presiones inflacionarias en las economías desarrolladas han continuado elevando las tasas en las economías externas y se esperan aumentos más rápidos en las tasas de política, especialmente en Estados Unidos de América. Agrega que las perspectivas de crecimiento mundial han mejorado en el corto plazo, sin embargo, los riesgos asociados al escenario internacional son algo mayores que en la Reunión de Política Monetaria anterior.

Indica el señor Consejero, que en lo interno se ha revertido parcialmente el debilitamiento en el crecimiento del PIB y del consumo que se observó en la Reunión de Política Monetaria anterior. La formación bruta de capital fijo en tanto, sigue situándose por sobre lo proyectado. El mercado laboral mantiene una mezcla de aumento del empleo y costos laborales unitarios contenidos. Asimismo, señala que, los indicadores de mercados financieros aparecen algo afectados por razones coyunturales, más allá del alineamiento de mayores tasas de interés externas y la estructura de tasas de interés proporciona información menos confiable que lo habitual sobre expectativas de mediano y largo plazo, lo que es particularmente cierto para las tasas reajustables.

La inflación de octubre en tanto, volvió a mostrar sorpresas por factores específicos y probablemente transitorios. El escenario central del IPoM contemplaba una aceleración inflacionaria hasta el primer trimestre del próximo año y una posterior convergencia hacia el rango meta dentro del horizonte habitual de política.

Los antecedentes acumulados desde entonces, apuntan a una aceleración mayor a la prevista, pero como se señaló, por factores transitorios que debieran revertirse. Los indicadores de inflación subyacentes, en tanto siguen contenidos y por debajo de lo proyectado en el IPoM. Señala el señor Consejero, que la implicancia es que la probabilidad de que la brecha esté más cerrada de lo que se pensaba sea baja.

Hace presente también, que el principal riesgo en este cuadro es que se produzca un desanclaje de expectativas. En este sentido, agrega, la situación de Chile parece similar a la que enfrenta la mayoría de las economías desarrolladas, esto es, una inflación subyacente o core bien alineada dentro de los rangos de meta e inflación efectiva. En esta situación, las implicancias de mediano y largo plazo dependen crucialmente de los efectos de segunda vuelta de las sorpresas recientes, los que a su vez dependen de que si las expectativas se mantienen o no bien ancladas. Señala el señor Consejero que para evitar un desanclaje, parece conveniente mantener el ritmo de normalización de la política monetaria que espera el mercado, centrado abrumadoramente en un aumento de 25 puntos base para esta reunión. Por lo mismo, la opción que considera apropiada para esta oportunidad, es elevar la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base y vota en consecuencia en tal sentido. Finalmente, agrega el señor Consejero, que aumentar la Tasa de Política Monetaria por 5 meses consecutivos, como es el caso, no formaba parte del escenario central del IPoM.



El Consejero señor Jorge Desormeaux agradece los antecedentes y el valioso análisis realizado por la Gerencia de División de Estudios.

Señala que la principal pregunta que se debe contestar en el día de hoy es si existen o no antecedentes para alterar el curso de ajuste gradual, aunque sin pausas, de la tasa de política monetaria de los últimos meses, o éste debe ser modificado para asegurar la convergencia de la inflación al centro del rango meta en el mediano plazo.

Para ello, se deben evaluar hasta qué punto los nuevos antecedentes modifican el diagnóstico esbozado en el último Informe de Política Monetaria.

Los principales cambios observados en el plano internacional en los últimos meses, consisten, en primer lugar, en un importante ajuste al alza en las tasas de interés internacionales, a partir de niveles inusualmente bajos, y en segundo lugar, se aprecian mayores riesgos para la actividad y la inflación en los principales mercados a raíz del alza en el precio del petróleo y el agotamiento de brechas de capacidad en algunos mercados.

En el plano interno, también se observa un importante ajuste en las tasas de interés, especialmente a plazos largos, acompañado de un empujamiento adicional de la estructura de tasas de corto plazo. Otro desarrollo de importancia en el plano interno, es la desaceleración que se observó en la actividad en el tercer trimestre. Al respecto, el Consejero señor Desormeaux señala que ésta parece tener carácter transitorio, mientras la demanda interna sigue mostrando un gran dinamismo, que supera incluso lo previsto en el IPoM de septiembre. Por último, la inflación ha resultado mayor que lo esperado, superando el 4% en octubre, y proyectándose cifras que bordean el 5% en marzo de 2006. Agrega que, si a esto se suma el hecho que los costos laborales unitarios han dejado de caer y comienzan a mostrar una aceleración en su crecimiento, se podría argumentar a favor de un cambio de régimen, con un ajuste superior a los 25 puntos base, que constituya un seguro en contra del riesgo de un eventual desanclaje de expectativas.

Sin embargo, frente a esta realidad, hay otros factores que apoyan la mantención de la trayectoria de ajuste gradual que ha seguido el Banco Central de Chile en los últimos cinco meses.

En primer lugar, el shock inflacionario reciente obedece esencialmente a factores de oferta, por lo que sus efectos de primera vuelta son transitorios. De hecho, la inflación subyacente, si bien muestra una tendencia creciente, aún se sitúa por debajo del 3% y es marginalmente inferior a la proyectada en el IPoM. Por otra parte, el alza de las tasas de mercado ha reducido el grado de expansividad de la política monetaria. Asimismo, las expectativas de inflación se han acercado al centro del rango meta, especialmente a plazos de más de un año. Esas expectativas centradas en torno a 3% son a su vez coherentes con una trayectoria de ajustes sucesivos de 25 puntos base.

De este modo, si bien subsisten grados de incertidumbre mayores que en el pasado, en particular la posibilidad de un agotamiento más rápido de lo previsto de las brechas de capacidad en el plano interno, y un mayor riesgo inflacionario en el plano internacional, señala que la opción de aumentar en 25 puntos base la TPM en el día de hoy es la mejor alternativa disponible. En cambio, un alza de 50 puntos base podría dar cuenta de una emergencia en el plano inflacionario que no se desprende de los antecedentes disponibles, y que además el mercado no espera ni considera necesario.

Por estas consideraciones, el señor Consejero señala que vota por aumentar la tasa de política monetaria en 25 puntos base en el día de hoy.

10



La Consejera señora María Elena Ovalle señala que de los antecedentes analizados en la reunión de hoy se desprende que el escenario internacional continúa favorable para la economía chilena, en un contexto de actividad mundial sólida y mejores términos de intercambio. Ello, a pesar del aumento en las tasas de interés internacionales y los mayores riesgos en torno a la inflación y la actividad en las principales economías.

En el escenario doméstico, la economía sigue creciendo por encima de su tendencia. El empleo continúa afianzando su dinamismo y la inversión mantiene tasas elevadas de expansión, especialmente por la incidencia de las importaciones de bienes de capital. Asimismo, la serie de tendencia cíclica de la actividad mensual mostró una leve mejora respecto a los meses previos y los indicadores parciales de consumo privado también evidencian un mayor dinamismo. En conjunto estos antecedentes dan cuenta que las holguras del mercado laboral y la actividad agregada continúan su cierre progresivo.

En cuanto a precios, la inflación efectiva del IPC ha sido mayor a la esperada, ubicándose marginalmente por sobre el techo del rango meta, lo que materializa un escenario de mayores presiones inflacionarias en el corto plazo. Esto se ve reflejado en las nuevas revisiones al alza en las proyecciones para los próximos meses. No obstante, este fenómeno está influido por factores puntuales y probablemente transitorios, lo que se confirma en que las medidas subyacentes y de tendencia no muestran una aceleración adicional a la contemplada en el último IPoM. Además, las distintas medidas de expectativas volvieron a anclarse en el centro del rango meta a distintos horizontes.

Considerando estos antecedentes, la Consejera señora María Elena Ovalle concuerda con la Gerencia de División Estudios, en que la opción de política más adecuada es un aumento de 25 puntos base en la TPM. Esto, ya que las condiciones monetarias y crediticias siguen siendo claramente expansivas, a pesar que la estructura de tasas se muestra algo más restrictiva que en reuniones anteriores. Sin duda esto se explica en parte por los niveles actuales de la TPM, que están aún por bajo una instancia neutral de política monetaria.

En la estructura de costos y salarios, destaca el aumento de las remuneraciones y los costos laborales unitarios, lo que de mantenerse puede configurar un panorama con más persistencia inflacionaria que la prevista.

Por su parte, un cambio de velocidad en la normalización del impulso monetario, amerita contar con antecedentes más claros que los disponibles, especialmente porque la inflación de tendencia sigue aumentando lentamente, incluso marginalmente por bajo lo proyectado en el último IPoM. El hecho que los distintos indicadores de márgenes permanezcan contenidos y prácticamente inalterados desde la última reunión, también respalda lo anterior.

A su vez, las consideraciones tácticas respaldan esta opción, ya que un movimiento en este sentido y magnitud es ampliamente esperado por el mercado. Por lo tanto, y en consideración a los argumentos presentados, vota por un alza de 25 puntos base en la TPM. En tal sentido, señala que lo anterior permite continuar con el ajuste gradual de la política monetaria, lo que a su vez es necesario para mantener la inflación en torno a 3% en el horizonte habitual de política, dado el panorama macroeconómico actual.

Finalmente, señala que quisiera que en el comunicado se enfatizara que estamos preocupados por la actual coyuntura en torno a la inflación, y que estaremos muy atentos como Consejo para tomar decisiones que permitan conciliar la situación macroeconómica con nuestro objetivo inflacionario.



El Vicepresidente señor José De Gregorio, señala que en la actualidad la inflación se ha ubicado por encima del rango meta y que se espera que esta situación continúe por unos meses más para luego devolverse al interior de este rango. La razón fundamental de este aumento de la inflación es que ha habido un aumento importante en el precio de los combustibles y, más recientemente, un alza inusual en el precio de algunos bienes perecibles. Sin embargo, las presiones inflacionarias basadas en el IPCX e IPCX1 están aún contenidas, situándose por debajo del 3%. Con todo, más allá de aumentos puntuales de la inflación del IPC, la evolución de la inflación es consistente con el aumento gradual que se ha venido prediciendo en los meses recientes, sin observarse cambios significativos que requieran de un cambio en la estrategia de reducción gradual del estímulo monetario.

En este escenario y para cumplir con nuestra meta de inflación y asegurarse que la inflación proyectada en los próximos 12 a 24 meses converja dentro del rango meta, es necesario continuar con el retiro gradual del impulso monetario. Por ello, la tasa de política monetaria ha venido aumentando hacia la tasa neutral, consistente con el cierre gradual de las brechas de capacidad.

En la coyuntura actual, y tal como se discutió en la mañana, existen riesgos tanto como para un aumento como para una reducción de las presiones inflacionarias, tal como han señalado quienes lo han precedido en esta votación. El alto nivel de inflación del IPC requiere algún aumento de la tasa de interés para garantizar que los efectos de segunda vuelta, y que shocks transitorios aunque más persistentes de lo esperado, no desanclen las expectativas inflacionarias, lo que en caso que hoy día se mantuviera la tasa de política monetaria, podría significar aumentos más pronunciados y menos deseables en el futuro. En consecuencia, el costo de cumplir el objetivo inflacionario podría aumentar en caso de mantener tasas de políticas monetarias.

Sin embargo, no se puede descartar la posibilidad de que estas presiones se disipen más rápido de lo esperado. Los costos laborales siguen una trayectoria moderada, aunque en el margen éstos pueden ser discutibles. Asimismo, el crecimiento en los próximos trimestres podría ser levemente inferior al que se predecía hace algunos meses, lo que cerraría algo más lento las brechas a diferencia de la hipótesis sostenida con tanta seguridad por la Gerencia de División Estudios. Lo anterior, podría quitar algo de presión inflacionaria lo que, en todo caso, no parece razón suficiente para hacer una pausa en el aumento de la tasa de interés, pero también permite descartar una aceleración del ritmo de normalización de la política monetaria. En todo caso, es importante notar que si bien no ha habido un incremento en los aumentos de la tasa, no han ocurrido pausas tal como se preveía algunos meses, lo que sí representa una velocidad algo más rápida de ajuste en la tasa de interés de política monetaria. Por lo anterior, señala que su voto es por subir la tasa de política monetaria en 25 puntos base.

El Presidente señor Vittorio Corbo, expresa que la economía mundial mantiene un alto dinamismo, aunque los riesgos han aumentado especialmente en el lado de la inflación cuando se saca un saldo en la inflación efectiva que amenaza con desanclar las expectativas de inflación, las favorables condiciones externas y una política monetaria que sigue siendo expansiva resulta del crecimiento del producto mayor a su potencial. En paralelo, el mercado laboral continúa mostrando alto dinamismo y la tasa de desempleo sigue cayendo. Este cuadro macro está asociado a un gasto interno que mantiene un alto dinamismo liderado por la inversión de capital fijo y, en menor medida, por un fortalecimiento del consumo y una inflación subyacente, que tal como se prevé en el Informe de Política Monetaria de septiembre, se acerca gradualmente al centro del rango meta, aunque a un ritmo menor de lo proyectado.



Por otra parte, como resultado en gran medida de shocks de precios de combustibles y de algunos bienes perecibles, la inflación se acelera, superando ya el límite más alto del rango meta. Señala el señor Presidente, que hasta ahora no hay evidencia de que la mayor inflación observada esté teniendo efectos de segunda vuelta en otros precios ni que esté afectando a las medidas de expectativas de inflación en periodos mayores a 12 meses. Le parece que la alta competencia, las utilidades empresariales elevadas y las variaciones acotadas en los costos laborales unitarios protegen, hasta ahora, que se materialicen efectos de segunda vuelta que puedan terminar afectando a la tendencia inflacionaria. Sin embargo, en una economía donde el producto crece por encima de su potencial y con un mercado laboral dinámico, existe el riesgo que el mantenimiento por algunos meses de tasas de inflación por encima del límite superior del rango meta, pueda terminar afectando en forma más duradera la tendencia inflacionaria y desanclar las expectativas de inflación.

En estas circunstancias, estima que el Banco Central de Chile necesita mantenerse atento para evitar que la inflación de tendencia termine alejándose en forma más persistente del centro del rango meta. Consecuente con esta situación, lo apropiado es seguir normalizando gradualmente la política monetaria para que se mantenga el proceso de crecimiento sostenido y la inflación de tendencia anclada en torno al centro del rango meta. Indica, asimismo, que con esta estrategia se reduce también la probabilidad de tener que introducir un alza de la tasa de política monetaria de mayor magnitud en el futuro y también con costos más pronunciados. Por todo lo anterior, su voto también es por subir la tasa de política monetaria en 25 puntos base.

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

85-01-051110 – 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 4,5% 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 4,5% anual.

El crecimiento de la actividad en el tercer trimestre fue algo menor a lo previsto en el último *Informe de Política Monetaria*, aunque sigue siendo superior a su tendencia. La inversión mantiene un fuerte dinamismo y el empleo continúa creciendo a tasas elevadas. Las tasas de interés de distintos instrumentos han aumentado en las últimas semanas, pero las condiciones financieras en Chile continúan siendo expansivas. Pese a que la inflación y las tasas de interés en países desarrollados también han aumentado, el entorno externo sigue siendo favorable, persistiendo un elevado precio del cobre y la perspectiva de un crecimiento mundial elevado, aunque con riesgos mayores.



La inflación de octubre se ubicó por encima de las proyecciones previas, por la incidencia de precios de bienes perecibles. Con ello la inflación anual del IPC se ubicó sobre 4% y se espera que se mantenga sobre el rango meta durante los primeros meses de 2006. Las medidas de inflación subyacente IPCX e IPCX1 (que excluyen combustibles, perecibles y algunos servicios regulados, entre otros) siguen hasta ahora bien contenidas, al igual que las expectativas de inflación, las que a plazos superiores a un año se ubican en torno a 3%. Lo anterior es coherente con un aumento transitorio de la inflación anual y su convergencia posterior hacia el centro del rango meta previsto en el último *Informe de Política Monetaria*.

El Consejo estima apropiado reafirmar su compromiso con la estabilidad de precios y su voluntad de reducir el estímulo monetario prevaleciente al ritmo necesario para mantener una trayectoria esperada de 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 17:45 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)



ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION DE POLITICA MONETARIA N° 86
celebrada el 13 de diciembre de 2005

En Santiago de Chile, a 13 de diciembre 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 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 Internacional, don Esteban Jadresic Marinovic;
Gerente de División Política Financiera, don Luis Óscar Herrera Barriga;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva;
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;
Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;
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;
Jefe Departamento Análisis de Coyuntura, don Enrique Orellana Cifuentes;
Economista Senior Gerencia de Investigación Económica;
don Claudio Soto Gamboa; y
Secretario General, don Jorge Court Larenas.

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

El señor Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de junio de 2006, para el día 15 de ese mes.

El Presidente señor Vittorio Corbo señala que en esta oportunidad, como le ha informado el Gerente de División Estudios, señor Rodrigo Valdés, el Gerente de Análisis Internacional, señor Sergio Lehmann Beresi hará la exposición del análisis del escenario internacional y posteriormente el Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Pablo García efectuará la exposición del escenario nacional.



En consideración a lo anterior, el Presidente señor Vittorio Corbo ofrece la palabra al Gerente de Análisis Internacional, señor Sergio Lehmann Beresi.

II. Exposición

El señor Gerente señala que, respecto al escenario internacional, mirando los eventos del último mes, éste se muestra más favorable de lo que se veía hace un mes atrás. En particular, se observa que la proyección de crecimiento mundial se ha revisado al alza, fundamentalmente por indicadores de actividad en economías desarrolladas que han sido positivos durante el mes, y cifras efectivas de expansión, en particular para la zona Euro y Japón, mejores a lo que se anticipaba. Por su parte, la trayectoria del precio del cobre ha sido más elevada de lo que se preveía mientras que el precio del petróleo ha disminuido levemente durante este mes. Por lo tanto, los términos de intercambio, han exhibido una evolución positiva durante las últimas semanas. Por otro lado, se ha atenuado la preocupación por la inflación en economías desarrolladas, esto fundamentalmente ante reducciones en los precios de combustibles que han llevado a niveles de inflación algo más bajos en las principales economías desarrolladas. Ello ha contribuido a que las tasas de interés internacionales a largo plazo hayan disminuido, aunque en el margen. Agrega el Gerente señor Lehmann, que se mantienen las expectativas de alza de TPM en Estados Unidos de América. El BCE, por su parte, ha subido su tasa de política monetaria por primera vez en dos años. En este contexto, las condiciones financieras externas se han mantenido favorables, sumándose a la disminución marginal en las tasas de interés de largo plazo una evolución general positiva de los spreads soberanos. Asimismo, indica el señor Gerente, los riesgos se habrían atenuado. Destaca los menores registros de inflación de economías desarrolladas que han disminuido las preocupaciones de incrementos más acelerados de las tasas de interés internacionales, aunque de todas maneras se mantiene como un factor de riesgo. También se ha reducido el riesgo respecto de un ajuste en el crecimiento mundial producto de mayores precios del petróleo. Esto, primero, ante la evidencia que la economía mundial no se ha desacelerado no obstante los elevados precios de combustibles y, segundo, debido a que ante la estabilidad mostrada por el precio del petróleo las preocupaciones respecto de su evolución se han reducido. Hace presente también, que respecto a datos particulares, en especial para Estados Unidos de América, se aprecia que la confianza de los consumidores ha tenido una evolución positiva durante el último mes. Respecto al Índice ISM, de Gerentes de Compra, se visualiza una perspectiva positiva tanto para el sector manufacturero como no manufacturero. Indica que en cuanto al empleo, éste ha mantenido una trayectoria positiva. La creación de nuevos puestos de trabajo sigue relativamente sólida. En el mismo sentido, las solicitudes de beneficio de desempleo se han mostrado por debajo de los niveles habituales, lo cual es consistente con lo señalado anteriormente, en cuanto a que el empleo en los Estados Unidos de América se mantiene sólido. Respecto a producción industrial y ventas minoristas, es posible señalar que, descontando los efectos de huracanes durante septiembre, se ha retomado una trayectoria positiva. Señala el Gerente señor Lehmann, que un tema importante que ha recogido cierta atención en el último tiempo se refiere al sector inmobiliario. Al respecto, señala que las ventas de viviendas han seguido mostrando una trayectoria positiva, sobre todo lo referente a viviendas nuevas. Sin embargo en cuanto a precios, indica que existe una atenuación en el ritmo de expansión y eso, determinando un riesgo algo menor respecto de un ajuste abrupto en este sector. En relación al clima negocios en la zona Euro, se aprecia que éstos han mejorado en el margen, particularmente en el caso de Francia e Italia; y en el caso de Alemania mostró una pequeña reversión en el último mes, pero en general la tendencia durante este año ha sido positiva. Respecto al Índice de percepciones de gerente de compras, se observa una situación similar, tanto para los sectores de manufacturas y servicios. Sin embargo, el principal punto de debilidad en la zona Euro es la confianza de consumidores, que se ha mantenido relativamente negativa, dando cuenta de una demanda interna que se ha mantenido débil, lo que ha continuado durante el último mes. Señala que en Japón, por su parte, los indicadores de



actividad han sido positivos. La producción industrial está creciendo de forma sólida, las exportaciones también han mostrado una dinámica positiva, y eso ha contribuido, a un panorama más optimista, particularmente en los últimos meses. Las órdenes de construcción e inicio de viviendas también se han mantenido positivas.

El señor Lehmann hace presente, que en términos globales, las proyecciones de crecimiento muestran revisiones al alza tanto en los países desarrollados como en algunas regiones emergentes, y eso determina que el crecimiento mundial sería una décima más alta de lo que se preveía hace un mes atrás, tanto para el 2005 como para el 2006. Sin embargo, destaca que en el caso de América Latina, dado el crecimiento negativo de Brasil para el tercer trimestre y menor al esperado en el caso de México, su expansión sería algo menos de lo que se proyectaba. Atenúa esta revisión el alza en el crecimiento esperado de Argentina.

Indica también, que en relación a commodities, el precio del cobre ha mantenido al alza. Al respecto, señala que la trayectoria sería algo más elevada de lo que se veía en noviembre. Agrega, asimismo, que el precio del molibdeno también ha mostrado una trayectoria positiva, destacando particularmente la evolución durante este año, en que se ha mantenido sobre US\$ 30 la libra, casi diez veces por sobre su promedio histórico. En cuanto a proyecciones del precio del cobre, el promedio para 2005, terminaría en torno a US\$ 167 centavos la libra. Lo anterior, suponiendo que se mantendrían estables durante diciembre los precios actuales para el cobre, que se sitúan en torno a US\$ 208 centavos la libra. Para el próximo año, se observa una revisión al alza, de algo menos de 10 centavos. Señala que los desarrollos más recientes, no obstante, podrían llevar a nuevos aumentos en la cifra proyectada para el próximo año. En lo que dice relación con el precio del petróleo, éste se ha mantenido relativamente estable en torno a US\$ 60 el barril aproximadamente. Los movimientos en términos de precios futuros respecto a los que se apreciaba en noviembre son bastante marginales, levemente hacia abajo. Respecto a proyecciones, 2005 cerraría con un precio cercano a US\$ 56 el barril. Para el próximo año se prevé un precio similar, suponiendo una trayectoria levemente decreciente en los próximos meses. Agrega, que la lectura para el 2006, se encuentra por debajo de lo que se preveía en noviembre, cuando aún estaba influenciado por la situación derivada de los huracanes en Estados Unidos de América. Respecto al precio de la gasolina, indica el señor Gerente, que en línea con el precio del petróleo, así como también el hecho que se hayan solucionado los problemas de refinación en el Golfo de México, ha mostrado una trayectoria hacia la baja. Más en el margen, en el mercado de Estados Unidos de América, ha mostrado un alza, que tendría asociada un componente de estacionalidad. Sin perjuicio de lo anterior, el señor Gerente señala que la trayectoria en general es más bien tranquilizadora. En línea con ello, la evolución de los inventarios de combustibles para calefacción, muestra una leve recuperación, lo que es importante en consideración del invierno que comienza a enfrentar el hemisferio norte.

En cuanto a inflación internacional, tras las alzas derivadas del aumento en el precio de la gasolina, ha mostrado una reversión. La inflación Core en Estados Unidos de América, medida tanto por PCE como por IPC muestran una estabilidad en torno a 2%. En el caso de la zona Euro, se aprecia un comportamiento similar, es decir, IPC aumentando, pero la inflación Core se ha mantenido relativamente estable, en este caso, algo por debajo de 1,5%. En cuanto a expectativas para la política monetaria, tanto en Estados Unidos de América como en Europa, el Gerente señor Lehmann señala que, en general, no hay cambios significativos en el último mes. En Estados Unidos de América se aprecia un leve movimiento de la curva hacia abajo. Lo anterior, ante el cambio de lenguaje que se desprende del acta de la última reunión de política monetaria de la FED, pero se mantiene la expectativa de cerrar el próximo año en 4,75%, que de hecho se alcanzaría más bien hacia fines del primer semestre. En el caso de Europa, la trayectoria es muy similar a la observada hace un mes, que ya descontaba un aumento de 25 puntos base para la última reunión. Agrega, que en la curva de rendimiento, respecto al IPoM se aprecia un aumento significativo, pero marginalmente hacia la baja en el último mes, ante las menores preocupaciones respecto de la inflación, tanto en Estados Unidos



de América como en Europa. Indica, que en cuanto a paridades, durante el último período, el dólar se ha mantenido relativamente estable respecto al euro y, se ha fortalecido respecto al yen y en particular. Respecto a monedas de economías exportadoras de commodities, el dólar ha tendido a depreciarse. El premio por riesgo en economías emergentes se mantiene bajo, de hecho algo por debajo de lo que observamos hace un mes atrás, no obstante aumenta en el caso de algunas economías de América Latina.

A continuación, el Presidente señor Vittorio Corbo ofrece la palabra al Gerente de Análisis Macroeconómico.

III. Exposición

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Pablo García, señala que desde la última reunión, el buen escenario externo se ha vuelto incluso más favorable y sus riesgos se han moderado, gracias al sostenido crecimiento que se observa en diversas zonas, la relativa normalización del mercado de los combustibles y el fuerte incremento del precio del cobre. Internamente, esto ha influido en tasas de interés de largo plazo algo menores, una apreciación significativa del peso, registros inflacionarios coyunturales bastante por debajo de lo previsto el mes anterior y menores expectativas de inflación. Agrega el señor García, que la expansividad de las condiciones financieras sigue siendo significativa pese al incremento de la tasa de política monetaria. La actividad industrial ha mostrado un menor dinamismo, la demanda interna sigue creciendo fuerte y hay antecedentes de que habrá revisiones al alza en el PIB del sector de comunicaciones de los últimos trimestres. En el mercado laboral siguen disminuyendo las holguras. Para el corto plazo, se espera que la inflación anual se mantenga cerca del techo del rango meta. Así, tanto en la inflación como en el crecimiento anual el escenario de corto plazo vuelve a ser más parecido al contemplado en el IPoM.

El escenario externo se ha vuelto más favorable. No sólo las perspectivas de crecimiento global, el precio del cobre y diversos indicadores coyunturales en las principales economías se muestran más auspiciosos, sino que el precio del petróleo y de sus derivados se ha mantenido estable luego de los fuertes incrementos de meses recientes. Los menores registros inflacionarios y la trayectoria contenida de la inflación subyacente han tendido a acotar el ritmo esperado de incremento de tasas en Estados Unidos de América. De esta forma, las condiciones financieras continúan siendo ventajosas.

Internamente, las tasas de interés de mediano y largo plazo dejaron de subir, incluso disminuyendo en el caso de los documentos nominales. De todas formas, aún sigue el muy favorable acceso al financiamiento de consumo, mientras el crédito comercial sigue dinámico. El impacto de la reducción del impulso monetario de los últimos meses sobre la expansividad de las condiciones financieras se ha visto gradualmente reflejado en las tasas de letras hipotecarias, la postergación de algunas colocaciones de bonos corporativos y el tono menos boyante de las recientes emisiones de acciones.

El peso, en términos tanto nominales como reales, mostró una apreciación adicional en semanas recientes, posiblemente vinculada con los desarrollos regionales y la mejoría de los términos del intercambio. Con esto, el tipo de cambio real se ubica por debajo de varias estimaciones para valores de largo plazo coherentes con términos de intercambio normales.

Las noticias de actividad han sido mixtas. Por un lado, la industria mostró señales adicionales de menor dinamismo, las que son difíciles de atribuir con confianza a factores específicos. Por otro lado, antecedentes preliminares hacen esperar que con la revisión habitual anual, el crecimiento del PIB se incremente en unas pocas décimas debido al dinamismo que muestra el



sector de telecomunicaciones, habida cuenta del cambio que se ve en su estructura productiva. Por el lado de la demanda, no se han visto sorpresas en la formación bruta de capital fijo, mientras en el consumo privado sigue siendo el componente durable el que empuja el gasto de los hogares. El desempeño del mercado laboral en los últimos trimestres, la mayor estabilidad del precio de los combustibles, la mejora en las expectativas privadas, así como las favorables condiciones de acceso al crédito hacen difícil pensar que se dé una situación de debilidad en el consumo agregado hacia delante.

En el mercado laboral destaca la continuada reducción de la tasa de desempleo. Sin embargo, el incremento de la ocupación agregada se detuvo de manera brusca en el último trimestre móvil, coincidiendo con una fuerte caída de la tasa de participación. Esto se vincula posiblemente a factores puntuales, como la caída más intensa en la ocupación por cuenta propia y los menores planes de empleo público. El repunte de las vacantes, luego de varios trimestres de estabilidad, indica que el mercado laboral continúa fomentando una fuerte creación de empleos, situación que también se observa en la encuesta de la Asociación Chilena de Seguridad, y que las holguras siguen disminuyendo.

Otro síntoma de que las holguras del mercado laboral disminuyen es el comportamiento de las remuneraciones y de la productividad. El costo de la mano de obra se expande a tasas del orden de 5% nominal en el margen, mientras la productividad del trabajo se mantiene plana o incluso cae. Este escenario, en todo caso, no ha redundado en presiones inflacionarias subyacentes evidentes. De hecho, la inflación anualizada y desestacionalizada del IPCX1 se mantiene en los últimos cinco meses cerca de 3%, algo por debajo de lo proyectado en el IPoM, en tanto el resto de las medidas de tendencia inflacionaria detuvo su aumento. En el resto de los componentes del IPC, lo que más ha variado ha sido el precio de los combustibles. En esto ha incidido la baja del petróleo a nivel mundial, la contracción del diferencial de refinación y la apreciación del peso. Es importante notar, de todas formas, que el actual esquema de estabilización del precio interno y la política de precios de la ENAP son significativamente menos predecibles que en el pasado. Así, la inflación del IPC se ha ubicado bastante por debajo de lo proyectado hace un mes atrás, a pesar de que los precios de aquellos productos perecibles que incidieron significativamente en meses pasados se han tendido a normalizar de acuerdo a lo previsto.

Concluye el señor Gerente de Análisis Macroeconómico, señalando que el panorama inflacionario de corto plazo también se ve significativamente más acotado que hace un mes. La inflación del IPC debería mantenerse en torno al techo del rango meta en los próximos meses. Lo que ocurra luego, a partir del segundo semestre de 2006, dependerá crucialmente de la trayectoria subyacente de los precios, la que, como se ha indicado, continúa acotada. Las expectativas privadas, por su parte, han incorporado un panorama inflacionario de mediano plazo que sigue siendo benigno.

El Presidente ofrece la palabra para comentarios.

En relación al escenario internacional, el Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann agrega respecto al EMBI Global que, en el caso de Chile, éste se ha mantenido estable y el salto que se observa respecto a un mes y medio atrás es más bien una situación de carácter técnico, pero en realidad la lectura general es que se ha mantenido marginalmente estable, hacia la baja. Al respecto, consulta el señor Ministro de Hacienda si el carácter técnico a que se refiere el señor Lehmann dice relación con CODELCO. Sobre el particular, el Gerente mencionado indica que el bono de esa empresa a treinta años tuvo un spread de algo más de cien puntos base y que eso alteró algo la lectura del EMBI Global respecto de Chile.



El Consejero señor Desormeaux, respecto de la situación internacional y a lo expuesto por el Gerente señor Lehmann, señala que sería conveniente separar lo que es la situación de Asia, ya que le parece que un 80% de lo que se presenta corresponde a este último continente.

El Presidente don Vittorio Corbo señala, que en resumen en la parte internacional la situación ha mejorado en el margen, tanto en crecimiento como en materia de riesgos. Estos últimos han disminuido, especialmente en los Estados Unidos de América, Japón y China, y en menor medida también en Europa, por lo que se visualizan mejores perspectivas en los indicadores de confianza empresarial. Agrega que en cuanto a los commodities, el cobre se ha afirmado y el petróleo se ha movido en paralelo, estabilizándose en torno a los US\$ 60.

El Gerente de División Internacional, señor Esteban Jadresic, hace presente si es posible que el señor Gerente de Análisis Internacional se refiera también sobre el riesgo en el consumo americano, en relación con la situación de los precios del sector inmobiliario. Al respecto, el señor Lehmann indica que estos riesgos se ven algo más atenuados, por cuanto el precio de las viviendas en los Estados Unidos de América se está desacelerando, sin perjuicio de que sigue siendo un riesgo latente. El señor Ministro de Hacienda consulta sobre la clasificación efectuada por Fitch Ratings a Hungría, y si ello tuvo un efecto sobre su spread u otros similares. El señor Lehmann señala, que en general el efecto fue bastante marginal aunque no tiene en este caso un dato específico.

El Gerente de Mercados Financieros, señor Beltrán De Ramón, consulta sobre la situación de Brasil. El señor Lehmann señala que efectivamente se esperaba en ese país una desaceleración en el tercer trimestre la cual fue más alta que la anticipada. Sin embargo, la política monetaria ha estado reaccionando y las perspectivas hacia el 2006, en particular para Brasil, no han cambiado de manera muy significativa antes de conocerse el dato del tercer trimestre, de modo que se atrevería a expresar que, en general, el efecto que pudiera tener eventualmente sobre Chile sería marginal. En esta misma materia, el señor Ministro consulta sobre la razón por la cual Brasil se ha desacelerado. El señor Lehmann hace presente que en los últimos meses efectivamente ello ha ocurrido y eso hace prever justamente un año 2006 más dinámico en relación a este año, en que el crecimiento aparentemente estaría por debajo del 3%. El Gerente de División Estudios, señor Rodrigo Valdés, señala que le parece conveniente mencionar la situación de México, que bajó inesperadamente la tasa en 50 puntos base, y que ha tenido un ciclo parecido al de Brasil, en el sentido de haber subido rápidamente las tasas hasta el primer o segundo trimestre de este año.

En materia de mercados financieros, el Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Pablo García, señala que las tasas de interés del Banco Central han mostrado un cambio de tendencia bastante marcado desde la última reunión. Menciona que previamente a ello, desde septiembre, se observó un incremento bastante sustancial, que en su momento se explicó por las mismas proyecciones de inflación contenidas en el IpoM de septiembre, como por los registros inflacionarios que se apreciaban en la coyuntura. Agrega que el hecho que el mercado de la gasolina en particular se haya normalizado de manera bastante rápida, y también, en cierta medida el precio del petróleo, ha repercutido en las tasas de interés en Chile, sobre todo en las tasas de interés nominales, las cuales han mostrado una disminución significativa desde la última reunión. Con esto la compensación inflacionaria que se deduce del diferencial de tasas de aquellas reajustables y nominales, ha mostrado una disminución muy importante. Señala que, como es habitual, la magnitud de estos movimientos puede estar reflejando una sobre-reacción respecto de las noticias puntuales de inflación y no cambios de



esa misma magnitud en las expectativas más permanentes. El señor Ministro de Hacienda consulta si el diagnóstico que realiza esa Gerencia presentará una cierta curva de inflación, pero que, posteriormente, como en todos estos casos, ella se revierte. Al respecto, se podría pensar que la compensación inflacionaria medida para plazos más cortos, mientras actúa la curva, sería mayor que en plazos más largos, en que la curva es menos importante. Sobre el particular, el Gerente señor García señala que las proyecciones de inflación anual se van a ir viendo hacia el primer trimestre del próximo año y que en consecuencia, la inflación va a continuar subiendo.

El Consejero señor Marfán, señala que tiene la impresión que la tasa ancla es la nominal y que, por lo tanto, existe mayor premio por riesgo mientras menor es la tasa en UF. En este sentido, piensa que si nuestro instrumento es una tasa de interés nominal y existe credibilidad en la meta de inflación, la tasa de interés ancla de largo plazo es la tasa de interés neutral nominal, y que, en consecuencia la tasa de interés en UF se ajusta respecto a ella. Por lo tanto, a mayor precio por riesgo debiera ser también más elevada, situación que el señor Consejero cree que es un tema debatible. El señor Gerente de División Política Financiera, don Luis Óscar Herrera, sobre este mismo punto, cree que se trata de una hipótesis, pero también lo que le parece más coherente con las posturas que se presentan, es que al mercado hay que segregarlo en dos dimensiones: primero, en plazo, esto es inversionistas de corto plazo y de largo plazo; y segundo, en monedas. Agrega que los inversionistas de corto plazo tienden a preferir pesos y que por lo tanto, castigan más la UF y obtienen una compensación menor por inflación. Por su parte, los inversionistas de largo plazo tienden a preferir la UF y por lo tanto, se invierten los premios entre la UF y el peso. Lo anterior, explica que no es el mismo premio inflacionario para una inversión de corto plazo que para una de largo plazo, y que, en este caso, no sucede como otros mercados en que para todos los inversionistas su referencia, por ejemplo, es una curva en dólares. El Vicepresidente señor De Gregorio señala, que el comentario del señor Herrera consiste en que estos premios no tienen que ver con volatilidades sino que con el efecto demanda. Agrega que si se demandan papeles nominales en el corto plazo y por lo tanto la compensación es menor, hay que pagar más por la UF o pagar menos por el nominal.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Pablo García, señala que estos temas están contemplados en los planes de trabajo para el próximo año.

Por otra parte, el Gerente de Análisis Macroeconómico, señor García señala, que quizás la variable que más ha sorprendido en el último mes es el tipo de cambio, como lo muestran distintas medidas respecto de diversas monedas y en particular a monedas distintas del dólar.

El Presidente señor Corbo señala, que si se mira desde el año 2002 hasta la fecha se produjo el *peack* del dólar, se ha apreciado mucho más el dólar australiano y el dólar neozelandés. El Consejero señor Marfán cree que no son estrictamente comparables las monedas commodity, ya que Nueva Zelanda que tiene una moneda commodity, a pesar de sus términos de intercambios extraordinarios, tiene un déficit de cuenta corriente del 7% del PIB. En consecuencia, estima que no es un punto de referencia para Chile. Agrega, que los países con monedas commodity tienen desequilibrios elevados de balanza de pagos. Señala el señor Consejero, que tiene la impresión que si parte de los desequilibrios de la economía internacional lo constituyen la situación de las cuentas corrientes de varios países, piensa que el análisis de la economía internacional, quizás hacia futuro debiera incorporar algo relacionado con esas cuentas. El Presidente señor Corbo, sobre este tema señala, en la misma dirección del Consejero señor Marfán, que hace diez días atrás una agencia clasificadora de riesgos



indicó que Nueva Zelanda era más riesgoso por su alto déficit en su cuenta corriente y ello llevó a una depreciación de su moneda tres días después.

Con respecto al tipo de cambio, el Gerente de Mercados Financieros, señor Beltrán De Ramón indica, que lo que ha pasado en el último mes y tal vez en una perspectiva de tasa de Chile con Brasil y de Chile con México, éstas se han reducido desde agosto, 400 puntos base con Brasil y 205 puntos base con México, un poco menos respecto al último mes. Señala, que la correlación no ha sido tan alta como lo fue en el semestre, y lo que puede apreciarse es que la posición MBF que llegó a un máximo de US\$ 5.600 millones en octubre, era una posición compradora de pesos, la que se redujo el día miércoles, según el último dato con que se cuenta, a menos de US\$ 4.500 millones. Lo anterior, puso una presión adicional a los movimientos ocurridos en el mercado local en el día anterior, respecto del dólar, que subió a \$ 516 y volvió a \$ 510.

El señor Ministro de Hacienda señala, que en la última reunión que tuvo en CODELCO se mencionó que por la oferta existente en el mercado por el cobre, se podían asegurar ventas para los próximos seis años. Consulta el señor Ministro, que si en vez de usar un precio de US\$ 0,99 se utiliza US\$ 1,10 o US\$ 1,20, cuánto cambiaría la estimación del tipo de cambio real de equilibrio. El Gerente señor Pablo García señala, que el impacto de 20% o 30% de mayor precio del cobre genera alrededor de un 10%, en términos de intercambio, lo cual puede incidir en 2 ó 3 puntos en el tipo de cambio real más apreciado. Agrega, que se estaría en un punto de consistencia con un precio de US\$ 0.20, que es el piso. El señor Ministro señala que si se le agregan US\$ 0.20 al precio del cobre, según sus cálculos, debieran producirse alrededor de US\$ 1.400 millones más de exportaciones, esto es 1,4 punto del producto, de menor déficit en cuenta corriente, ya sea por términos de intercambio o por tolerancia de cuenta corriente. El señor Ministro de Hacienda indica, que el tema que plantea consiste en el fondo saber qué supuestos de términos están detrás de lo que los privados están haciendo. Entonces, le parece importante conocer, en la mejor conjetura que pueda realizarse, si es muy sensible o no a la estimación más analítica del tipo de cambio real.

El Consejero señor Marfán señala que ha sido muy crítico en esta materia, en las discusiones que se han realizado internamente sobre la manera cómo se mide el tipo de cambio real, procedimiento que acepta porque cree que las órdenes de magnitud al final le parecen razonables, pero no porque esté de acuerdo en la forma como se estima dicho tipo de cambio real. En este sentido, le parece que la pregunta del señor Ministro es un punto bien de fondo, por cuanto no queda claro cómo se mueve ese rango, ya que cada uno de estos modelos de tipo de cambio real responden a lógicas distintas. El señor Presidente Vittorio Corbo señala, que existen incertidumbres acerca del modelo, y piensa que, para resolver esta pregunta, hay considerar que cada modelo tiene un mecanismo de transmisión distinto.

El Consejero señor Marfán señala, que quiere plantear el siguiente aspecto, que consiste en que cuando se habla de diferencial de tasa respecto de Brasil la situación es distinta a la de los Estados Unidos de América. En el primer caso, cuando se reduce el diferencial de tasas respecto de Brasil es un impacto apreciator; en cambio cuando se reduce respecto de los Estados Unidos de América, es una presión depreciadora. Indica, que lo que le parece importante considerar en un análisis, no ahora pero sí más adelante, es que la apreciación del tipo de cambio sería, básicamente, un problema de términos de intercambio, un problema de cuenta corriente, una presión que viene del sector real, lo que puede ser cierto. Sin embargo, lo que ha señalado el Gerente de Mercados Financieros, señor Beltrán De Ramón, es que el fenómeno del tipo de cambio también puede tener una presión financiera exógena, o sea, no vinculada al tema de términos de intercambio.



El Consejero señor Desormeaux, estima que la situación antedicha es un fenómeno de carácter transitorio, porque primero es un ajuste de stocks, ya que la gente estaría reduciendo sus posiciones en Chile las que estaba usando para hacer coberturas con Brasil, y que una vez que llegan al nivel óptimo dejan de tener influencia. En relación a este mismo tema, el Consejero señor Marfán señala que el tamaño de los stocks en Brasil es de tal magnitud que los flujos para Chile, en algún momento, pueden ser sencillamente insostenibles toda vez que nuestra economía no tiene un tamaño con un respaldo para sostener cambios de stocks de Brasil. El Gerente señor De Ramón señala, que la información existente, de acuerdo al chequeo que ha efectuado con Gerentes de Finanzas, es que los extranjeros han estado comprando pesos en los últimos meses y también en las últimas semanas. Sin embargo, se está tratando de averiguar de qué se tratan estas operaciones, para lo cual se requiere la voluntad de los bancos para que informen qué tipo de operaciones se encuentran detrás de estos movimientos. El Presidente señor Corbo señala, que le parece que pueden estar comprando pesos porque tienen un escenario muy optimista con respecto a precios en términos de intercambio. En consecuencia, sería natural que estén efectuando estas compras, y que en este caso no sería por tasa.

El Gerente de División Política Financiera, don Luis Óscar Herrera, señala que los dos fenómenos están relacionados porque existe un aspecto de la ecuación que es el diferencial de tasas y cuan correlacionados estarían. Agrega el señor Herrera, que en esta oportunidad se tiene más evidencia, que en ocasiones anteriores, que la acción de los extranjeros ha sido importante por los números que tenemos en los forwards, que no se habían visto en esas magnitudes desde el extranjero, ya que habitualmente se producía el arbitraje por ingreso directo al país o por ADRs. El Presidente señor Corbo indica, que este tema se continuará investigando.

Por otra parte, el Gerente de Análisis Macroeconómico señor García señala, que respecto a la demanda agregada, el consumo ha tenido una trayectoria que se ve obviamente afectada por datos anteriores, pero en su conjunto muestra cifras de expansión bastante significativas, del orden del 8% en el cuarto trimestre de este año. Agrega, que este crecimiento bastante fuerte del consumo sigue mostrando las características ya detectadas en meses recientes, en particular, el fuerte protagonismo que sigue mostrando el consumo durable. En tanto, el consumo habitual ha mostrado una expansión bastante menos dinámica, pero se ha mantenido en cifras del orden del 6% anual. El Consejero señor Marfán, sobre este tema, consulta cómo se explica que con tasas de interés promedio de las tarjetas de crédito del orden de un 35% nominal anual y una tasa promedio para créditos de consumo, del orden del 25% nominal anual, puede el consumo estar creciendo a niveles tan altos. En otros términos, desea saber qué tan sensible es el consumo a las tasas de interés. El señor García señala, que el consumo durable es bastante sensible a la tasa de interés. Indica, que si se toma en cuenta que mucho de esto corresponde a durables importados, cree que posiblemente existe un efecto precio que está reduciendo el costo de adquisición de estos durables en el último tiempo.

El Gerente señor García, comenta que otro componente importante de la demanda agregada es la inversión, y que en el caso del mercado inmobiliario sigue bastante dinámico, en línea con lo que se apreciaba respecto del crédito. Al respecto consulta el Gerente señor Beltrán De Ramón, cómo afecta el mercado de la vivienda el *rallie* de tasas de octubre que significó un alza de alrededor de 200 puntos para luego decaer algo. El Gerente señor García, señala que tal vez esa situación está influyendo en que las ventas del tercer trimestre estén algo sobredimensionadas.



El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor García hace presente que por el lado de la actividad está el cambio tecnológico y comunicaciones, y eso muestra la modificación que está incorporada en el año 2005 del crecimiento de ese sector, que pasa del orden del 5% al 8% en dos semestres. El Gerente de División Estudios, señor Rodrigo Valdés indica que el problema que se planteaba tenía que ver con el seguimiento de la actividad de comunicaciones a través de indicadores que usaban el flujo de tráfico de minutos para distintos tipos de comunicaciones. Es decir, la forma de llegar al valor agregado era a través de una ponderación de cada uno de estos tipos de tráfico, como si el valor agregado fuera igual. El Gerente de Información e Investigación Estadística señor Ricardo Vicuña, señala que esa situación producía una tremenda distorsión, debido a que la gran masa de minutos era fija y el gran dinamismo de la telefonía móvil no se capturaba con el indicador que se estaba utilizando. Una vez revisada esta situación, se está tratando de acercar la metodología de seguimiento a la cuenta anual, básicamente, a través de las ponderaciones relativas de valor bruto de producción de cada una de esas actividades, lo que da una evaluación totalmente distinta. El Presidente señor Corbo comenta, que esta metodología ya se utilizaba en Cuentas Nacionales, pero no en el seguimiento de la coyuntura. El Gerente de Información e Investigación Estadística, señor Vicuña menciona que se están acercando al seguimiento de la coyuntura, lo que se obtendrá una vez que se haga la cuenta anual. El Gerente de División Estudios, señor Rodrigo Valdés, indica que el primer cierre anual era con el método de la coyuntura, por lo tanto, el 2004 también va a subir algo, pero menos espectacularmente que el 2005. El Gerente de Información e Investigación Estadística, señor Vicuña hace presente que con esta medición, el PIB del año 2004 sube básicamente en una décima. El señor Ministro de Hacienda consulta desde qué año resulta comparable la metodología en Cuentas Nacionales. El Gerente de División Estudios, señor Rodrigo Valdés, responde que son comparables desde el 2000 hacia delante. El 2002 es nueva metodología. El período 2000 – 2001 son datos que con metodología alternativa no dan diferencias muy relevantes.

El Consejero señor Marfán, consulta si la medición de los deflatores año base 1996 cambia, toda vez, que no podría estarse midiendo el año 1998 con precios relativos con el 2003. Señala que los precios relativos del año 1998 eran más parecidos a los del año 1996 que a los del año 2003, es decir, cuando se deflacta por precio simplemente para haber cambio físico, lo que sucede es que a medida que se aleja del año base se producirá una mayor distorsión y, por eso se va actualizando el año base. El Gerente de División Estudios, señor Rodrigo Valdés, señala que para el esfuerzo de inversión siempre se pretende medir en precios corrientes. El Presidente señor Corbo hace presente, que los precios del año 1998 estaban más cerca del año base. Por su parte, el señor Ministro de Hacienda señala que en su opinión el esfuerzo de inversión es muy relevante en ciertas cosas, pero entiende que para los efectos del producto potencial es más importante mirar lo físico.

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.

Siendo las 16:05 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 86.

Señala el señor Presidente, que no se encuentra presente en la Sala el señor Ministro de Hacienda, quien excusó su asistencia a la hora señalada, por haber sido llamado al Palacio de La Moneda. Indica que se incorporará en el transcurso de la Sesión.



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

El señor Gerente de División mencionado informa lo siguiente:

1. En la Reunión de Política Monetaria de noviembre, el Consejo decidió, por quinto mes consecutivo, aumentar la tasa de interés de política en 25 puntos base, hasta un nivel de 4,5%. En la decisión se consideró que aunque el crecimiento de la actividad era algo menor al previsto, seguía siendo superior a su tendencia. Asimismo, las condiciones financieras en Chile continuaban siendo expansivas, pese a que las tasas de interés de distintos instrumentos habían aumentado. El entorno externo continuaba favorable, aunque con riesgos mayores. Por último, la inflación se ubicaba por encima de las proyecciones previas y sobre 4%, y las medidas subyacentes IPCX e IPCX1 seguían bien contenidas, al igual que las expectativas de inflación.
2. Las principales novedades desde la última reunión son las siguientes. El panorama externo es aun más favorable —y significativamente así— que en los últimos meses, y sus riesgos se han moderado. La actividad de las economías desarrolladas se ha fortalecido, los términos de intercambio del país han continuado mejorando —especialmente por el mayor precio del cobre y un precio del petróleo más bajo— y la inflación subyacente de los países desarrollados se mantiene bien contenida, atenuando los riesgos de aumentos más acelerados en las tasas de interés internacionales.
3. El peso ha tenido una apreciación nominal y real significativa en las últimas semanas, ubicándose por debajo de varias proyecciones de largo plazo coherentes con términos de intercambio normales, probablemente influido por los términos de intercambio, que se encuentran en niveles anormalmente elevados. Las condiciones financieras continúan siendo considerablemente expansivas.
4. El crecimiento anual de la actividad en Chile ha seguido disminuyendo, influido por caídas en el sector minero y un menor dinamismo del sector industrial. A pesar de ello, el crecimiento del 2005 posiblemente se acerque al previsto en el IPoM de septiembre, debido a revisiones en el producto, especialmente en el sector comunicaciones. Durante el cuarto trimestre, los sectores distintos de recursos naturales registrarían una aceleración de su velocidad de expansión.
5. Aunque la tasa de creación de empleos es menor que en meses pasados, la tasa de desempleo desestacionalizada sigue disminuyendo. La tasa de crecimiento de los costos laborales unitarios ha continuado aumentando, desde niveles especialmente bajos, reflejando tanto el efecto de la mayor inflación de los últimos meses como el de una menor expansión de la productividad.
6. La inflación del IPC y de las medidas subyacentes IPCX e IPCX1 fue en noviembre menor que lo proyectado hace un mes. Ello se explica por caídas imprevistas en los precios de los combustibles, así como por una trayectoria subyacente más acotada, algo por debajo de la proyectada en el IPoM. Las expectativas de inflación han disminuido y otras medidas de la tendencia inflacionaria han dejado de aumentar. El escenario de corto plazo para el IPC es ahora más parecido al proyectado en el último IPoM.
7. Con los antecedentes disponibles, las opciones que parecen más plausibles son mantener la TPM en su nivel actual o aumentarla en 25 puntos base.



8. Al igual que en meses pasados, se puede justificar un aumento de la TPM teniendo en cuenta que (i) hoy está por debajo de niveles de tasas que se evalúan como neutral para la política monetaria, (ii) la economía ya no requiere de un impulso importante y (iii) este ajuste conviene realizarlo de manera gradual. Entre las noticias coyunturales que podrían justificar un alza en esta oportunidad, están la disminución de la tasa de desempleo desestacionalizada hasta 7,6%, el gradual aumento de los costos laborales, especialmente si se excluye su fuerte acomodo de principios de año, que parece haber sucedido por una sola vez y la solidez de los indicadores de consumo durable. A esto se suma el favorable panorama externo, que apoya la expansión de la actividad. En términos más generales, si bien es difícil evaluar con precisión la magnitud de las holguras que aún persisten —lo más probable es que la situación entre distintos sectores sea heterogénea—, la evolución de la inflación parece coherente con que éstas se están cerrando, aunque sin tensionar aún la capacidad existente. En efecto, la inflación subyacente IPCX1 anualizada de los últimos cinco meses está en torno a 3%; las otras medidas de tendencia inflacionaria se ubican en niveles coherentes con el rango meta; y el aumento reciente de la tasa de crecimiento de los salarios refleja básicamente la mayor inflación pasada.
9. Por otro lado, hay varias noticias que podrían justificar una pausa este mes, luego de cinco alzas consecutivas en la TPM. Probablemente, la más importante sea la evolución reciente de la inflación efectiva - tanto IPC como subyacente - y su proyección de corto plazo, ambas por debajo de lo esperado hace un mes. Esto, junto con la reacción que han tenido las expectativas de inflación, acota significativamente los riesgos de un desanclaje respecto de la meta de inflación. Las expectativas de inflación para distintos plazos y medidas han descendido y se ubican en torno al centro del rango meta o en su mitad inferior. A ello se suman la desaceleración que muestra la actividad —que se acerca al crecimiento de tendencia— y los efectos sobre la inflación de mediano plazo de la apreciación del peso, en caso de ser ésta más persistente. Por último, las señales mixtas que se aprecian en el sector real hacen que la opción de esperar, y así tener más información respecto de la marcha de la economía, tenga especial valor en esta oportunidad.
10. Más en general, en comparación con las últimas dos reuniones, puede evaluarse que el escenario actual ha vuelto a ser más parecido al contemplado en el último IPoM. Las diferencias más importantes con ese escenario se relacionan con el mayor precio que ha alcanzado el cobre y el perfil trimestral del crecimiento de la actividad, que muestra una desaceleración más marcada. En ese cuadro, es pertinente comparar la trayectoria efectiva de la TPM con lo que se evaluaba como una trayectoria plausible y coherente en las proyecciones presentadas. El resultado es que la TPM aumentó algo más rápido en meses pasados, reflejando presiones de precios que amenazaban el adecuado comportamiento de las expectativas de inflación. En la actualidad, cuando estos *shocks* parecen estar mitigándose, se puede justificar una pausa como un retorno hacia el mismo escenario base.
11. Finalmente, desde el punto de vista táctico, cabe considerar que para esta reunión las expectativas del mercado y analistas están divididas, con una mayoría pensando que habría un alza de la TPM, y el resto previendo la mantención. Si se evaluara que el nivel que ha alcanzado el tipo de cambio puede reflejar algún grado de sobrerreacción, y ésta tiene consecuencias negativas para la economía, existiría otra justificación para mantener la TPM en esta oportunidad. Mientras un alza de 25 puntos base podría apreciar marginalmente el peso, la mantención lo debería depreciar en algo. Como siempre, las magnitudes involucradas son difíciles de precisar. Cualquiera sea la opción escogida, no deberían ocurrir cambios significativos en la estructura de tasas.

hp



Se deja constancia que siendo las 16:25 hrs. se incorpora a la Sala, el Ministro de Hacienda señor Nicolás Eyzaguirre G.

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

El Gerente de Investigación Económica, señor Klaus Schmidt-Hebbel Dunker, señala que por la misma razón que se tuvo en los últimos meses al decidirse un alza de 25 puntos base, en presencia de una fuerte alza en los precios de los combustibles, ahora la opción dominante, en su opinión, debería ser continuar con la organización de la posición cíclica de la política monetaria. En su opinión, la continuidad en la normalización de la política monetaria se justifica por dos razones. En primer lugar, porque en el margen las noticias que influyen en el gasto y por tanto en el mediano plazo en la actividad y los precios han mejorado. La situación internacional ha mejorado marginalmente en crecimiento muy significativamente de un mes para otro en las proyecciones de los términos en los cambios para el año 2006. En segundo lugar, se justifica porque todavía estamos a una buena distancia de cualquiera sea la estimación de la tasa neutral de política. La brecha de producto si no se ha cerrado está muy cerca de cerrarse, la brecha de empleo y hoy en una situación en la cual el Banco mira en su accionar respecto de las consecuencias en 18, 24 ó 12 meses más cuando se anticipa que la brecha de producto y empleo va a ser claramente positiva y por ende se van a desarrollar correspondientemente más presiones de precios de inflación si es que no se actúa acordemente de la convergencia continua y gradual de normalización de la tasa.

El Gerente de División Internacional, señor Esteban Jadresic, señala que comparte la lógica del análisis que presentó la Gerencia de División Estudios, pero quiere argumentar que la recomendación de mantener la tasa tiene más fuerza. Para hacer el punto, señala que cabe recordar que entre septiembre y octubre, hubo sorpresas inflacionarias producto del alza de los precios de los combustibles y de los bienes perecibles. En consecuencia, haciendo el recordatorio que llevó al Consejo a apurar el ritmo de alza las tasas, básicamente, como un seguro frente al incremento de los precios de los combustibles y a los riesgos de que hubieran efectos de segunda vuelta que pudieran desanclar las expectativas, ello a pesar de que lo fundamental no apuntaba a una inflación subyacente o a un crecimiento más rápido que lo que se había previsto y más bien en el margen, de hecho, se está algo por debajo de lo esperado en el IPoM. En su opinión, la situación actual es que se han visto esas presiones que se arriesgaban por efectos de las sorpresas inflacionarias y más bien se han visto en la dirección opuesta. Si se hace el balance neto de los cambios en las estimaciones o proyecciones para el IPC de 2005, se ve que a nivel de IPC total es más bien neutral. De 3,5% pasa a 3,6% para los 12 meses, pero en el caso de la inflación subyacente, el IPCX1 se ve que la proyección va a estar de acuerdo a la estimación. Para el 2005, está 4 décimas por debajo de lo que se estaba proyectando para el IPoM. Esto, en un contexto que también se está viendo que la actividad industrial y el ritmo de crecimiento también están en el margen algo más lento, de modo que el ritmo actual de cierre de brechas sería también más pausado que lo previsto anteriormente. Señala que es cierto que hay factores externos que han mejorado durante este mes, como mencionaba el Gerente de Investigación Económica, pero no se está viendo internamente, y es cierto que la demanda sigue dinámica, pero ello no se ha reflejado en la actividad interna o en los precios probablemente de un modo significativo producto de la apreciación del peso que ha desviado esa demanda hacia productos importados por el lado particularmente del consumo durable de inversión. Ésta, además, es una noticia más bien significativa que es la apreciación adicional del peso que ya empieza a causar preocupación y está por debajo de alguna de las estimaciones del rango de equilibrio y afecta, también, por cierto, las perspectivas de inflación a futuro. Por último, también se ve que las expectativas de inflación medidas por las encuestas están bien alineadas y las compensaciones inflacionarias han caído por debajo de 3%, con lo cual indica que este riesgo de desanclaje en las expectativas no se está viendo. Entonces, en este contexto, si se hace la síntesis, no se han



visto ni los efectos de segunda vuelta que temíamos, ni el desanclaje de expectativas, e incluso la sorpresa inflacionaria producto del incremento de los precios de los combustibles se ha revertido, y además, la inflación subyacente y el ritmo de crecimiento están en el balance neto, por debajo de lo que se proyectaba para el IPoM. En estas condiciones, recomienda hacer una pausa que cree que es más coherente con los antecedentes que se han visto acumulados en los últimos meses más las decisiones de política monetaria que ha tomado el Consejo.

El Gerente de División Política Financiera, señor Luis Óscar Herrera, señala que se comentó recientemente que las principales novedades de la coyuntura desde la última RPM son una aparente desaceleración en la tasa marginal de expansión del producto respecto de lo que se estaba considerando en el IPoM; y un repunte a la tendencia inflacionaria, pero más lento de lo que esperábamos en el IPoM. Por lo tanto, estas noticias indican que hay una pausa, tanto en la trayectoria de crecimiento en la economía como en la trayectoria de normalización de la tendencia inflacionaria. En ese contexto, también considera que resulta prudente realizar una pausa en la trayectoria de normalización de la tasa de política monetaria hasta esperar más información. Sin embargo, cree que el conjunto de antecedentes que se han revisado lleva a pensar que la reciente desaceleración del producto será un fenómeno transitorio. Por una parte, está el escenario externo que se mantiene muy favorable para la economía chilena y su evolución. Por otro lado, las condiciones financieras continúan estimulando la expansión, el consumo y la inversión y no quiere que se pierda de vista que aún si marginalmente se revisó a la baja la expansión del producto, se revisó al alza la expansión de la demanda interna que crece a una tasa del 11% en la medida que prevalezcan las condiciones que están vigentes. En consecuencia, ese dinamismo de la demanda interna va a continuar y eso hasta la fecha se ha ido reflejando también en un crecimiento más rápido de los sectores no transables que son relativamente más intensivos en trabajo y se ha teníanamos en el mercado laboral. Por lo tanto, es coherente este cuadro de estancamiento rápido con las holguras laborales y con una aceleración de las presiones inflacionarias hacia adelante. Sin embargo, cree que en las actuales circunstancias todavía hay incertidumbre, respecto de estas hipótesis y por lo tanto, en su opinión, se puede esperar hasta acumular mayor información respecto de cuál es la trayectoria que lleva la economía. Los costos de esperar en las circunstancias actuales son relativamente menores, considerando que si aún se validara esta hipótesis y la economía retomara un vigor mayor en los meses venideros es improbable que se produzca una aceleración más rápida en la inflación y un desanclaje de las expectativas, considerando la evolución reciente que han tenido estas variables. En consecuencia, también concuerda con la recomendación de mantener en esta oportunidad la tasa de política monetaria.

El Ministro de Hacienda, señala que estamos en un *soft spot* del lado de lo fundamental y no se ven muchas razones por las cuales la economía debiera desacelerar. Señala que es posible que la economía retome una velocidad de crecimiento todavía algo mayor que el producto potencial, con lo que, posiblemente, el corolario de eso sea que la tasa todavía esté por debajo de la neutral. Sin embargo, se tiene ambigüedad respecto de si es una hipótesis plausible. Piensa que la otra alternativa es que más que un *soft spot* sea un cierto decaimiento del ritmo del *output*. Entonces, la pregunta que se formula es que el Banco tiene que considerar si se han acumulado suficientes antecedentes para permitirse una pausa y esperar; y después, retomar cuando hayan más evidencias. Señala, que obviamente tiende a pensar que dado que han hecho tantas alzas consecutivas la credibilidad no está amenazada.

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

4



El Consejero señor Manuel Marfán, agradece el análisis del staff, que ha venido además mejorando en cada reunión. Señala el Consejero, que respecto al mes pasado la coyuntura internacional continúa mostrando una reversión en el margen del aumento del precio internacional del petróleo, mientras se ha tendido a consolidar un precio más elevado del cobre, en una mezcla claramente favorable al país. Las perspectivas de tasas de interés de las principales economías muestran cambios menores, pero se han reducido las tasas de política económica en algunas economías importantes de la región, como México, entre otras. Las perspectivas de crecimiento mundial han seguido mejorando en el corto plazo y los riesgos asociados al escenario internacional tienden a mantenerse respecto de la reunión de política monetaria anterior. En lo interno, el crecimiento del producto sigue por debajo de lo proyectado y se observa por primera vez una desaceleración en el empleo. El consumo y la inversión en tanto se mantienen fuertes. El crecimiento de los costos laborales unitarios se ha acelerado aunque su trayectoria se mantiene por debajo de lo normal, lo que se debería principalmente a una desaceleración del crecimiento de la productividad, asociada a su vez a la desaceleración de crecimiento del producto.

El Consejero señor Manuel Marfán, señala que el cambio más significativo desde la reunión de política monetaria anterior ha sido la fuerte y sorpresiva apreciación del peso, y que probablemente ésta se debería principalmente a los anormalmente elevados términos de intercambio actuales, en términos de intercambio por sobre los de largo plazo puede generar un tipo de cambio circunstancialmente más apreciado que el de equilibrio de largo plazo. Lo anterior, unido a la caída del precio de las gasolinas, ha generado una desaceleración sorpresiva de la inflación y de su proyección de corto plazo, respecto de la reunión de política monetaria anterior. Agrega el señor Consejero que sólo mantener la tasa de política monetaria nominal actual ante una menor inflación esperada implica una mayor tasa real de política monetaria, con expectativas de inflación de mediano plazo nuevamente ancladas con la meta. Una pausa en esta reunión implicaría igual un paso en la normalización de la tasa de política monetaria, por el argumento anterior, que la tasa de interés real implícita sería mayor con una misma tasa nominal y menores perspectivas de inflación de corto plazo. Una nueva alza, por el contrario, implicaría también por las mismas razones, una aceleración en el ritmo de normalización de la política monetaria, la que no se justifica en un contexto como el actual. Por estas consideraciones, su voto es por mantener la tasa en su nivel actual.

El Consejero señor Jorge Desormeaux, manifiesta que el cuadro que ha presentado la Gerencia de División Estudios difiere en varios aspectos de lo que se había observado el mes pasado. En el plano internacional, se ha fortalecido en el margen el dinamismo de la economía mundial, se mantienen las condiciones financieras favorables y se moderan los riesgos, tanto aquéllos asociados a los precios del petróleo como a la trayectoria de la inflación subyacente. En el plano interno, la desaceleración de la actividad observada en el tercer trimestre se ha extendido al cuarto trimestre. Sin embargo, como ha señalado la Gerencia de División Estudios, ello parece obedecer a factores puntuales en sectores determinados y no es una señal de menor dinamismo de la demanda interna ni de un temprano agotamiento de las brechas de capacidad. La demanda interna, por otra parte, observa un crecimiento levemente mayor al previsto y el desempleo desestacionalizado sigue cayendo. Indica el señor Consejero, que en el plano de los costos se aprecia que los costos laborales unitarios muestran una aceleración de los niveles inusualmente bajos en el últimos trimestres, lo cual es un cambio de tendencia. Sin embargo, señala que las noticias más importantes provienen de los registros inflacionarios y de las expectativas de inflación del mercado. Los primeros muestran un sensible descenso que ha permitido que la variación anual del IPC vuelva al rango meta y la inflación subyacente se encuentre hoy en una trayectoria algo por debajo de la proyectada en nuestro informe de política monetaria de septiembre. Ello obedece, como ha señalado la Gerencia de División Estudios, al cambio en la tendencia de los precios de los combustibles y a la apreciación que ha registrado el peso. Esto se ha visto reflejado, y las diferentes medidas de expectativas de inflación del mercado, lo que sugiere que se han



acotado significativamente los riesgos de desanclaje respecto de la meta de inflación. Señala, que si bien la tasa de política monetaria se encuentra aún por debajo de su nivel neutral y la economía sigue reduciendo sus brechas de capacidad, todo parece indicar que al atenuarse los shocks que condujeron a una normalización más rápida de la política monetaria en los últimos meses, se ha creado un espacio para hacer una pausa en este proceso. La pregunta que corresponde hacer en este momento, es si corresponde hacer esa pausa ahora o más bien postergar esa instancia para el futuro, cuando el cumplimiento de las metas inflacionarias tenga un mayor grado de certeza. De esa manera, se tendría un seguro en caso de que se produjeran nuevas sorpresas en el plano inflacionario. Sin embargo, coincide con la Gerencia de División Estudios en el sentido que cree que existen buenas razones para radicar esa pausa en esta reunión y ello se relaciona con el nivel que ha alcanzado un determinante fundamental de la inflación como es el tipo de cambio.

El Consejero señor Desormeaux, señala que existen antecedentes para pensar que el actual nivel del tipo de cambio podría estar reflejando una sobrerreacción, de manera que un alza en la tasa de política monetaria en el día de hoy, pese a estar parcialmente incorporada en las expectativas de mercado, podría apreciar el peso en el margen, con consecuencias que ciertamente no son positivas para la economía en este momento. La mantención de la tasa de política monetaria, por el contrario, va a tener un efecto opuesto, aliviando la presión sobre el peso en un momento en que la evolución reciente del tipo de cambio es una fuente de preocupación generalizada en la economía. En suma, coincide con la apreciación de la División de Estudios en el sentido de que este es un buen momento para realizar una pausa en el proceso de la normalización de la política monetaria y vota en consecuencia por mantener inalterada la tasa de política monetaria.

El Vicepresidente señor José De Gregorio, señala que el escenario macroeconómico es similar al presentado en el último IPoM, en el cual se reafirmó una política de retiro pausado al estímulo monetario. Señala que en los meses más recientes, la tasa de interés ha estado aumentando continuamente consistente con un aumento a las medidas de inflación subyacente al centro del rango meta y con la inflación del IPC subiendo transitoriamente en el corto plazo por sobre 4%. La necesidad de evitar desanclaje de expectativas, llevó a un ritmo de aumento de tasas de interés algo superior al previsto a mediados de 2005. Sin embargo, las cifras más recientes muestran una leve reducción de las presiones inflacionarias las que se observan en un aplanamiento en la trayectoria de la inflación subyacente. Asimismo, el crecimiento ha mostrado un leve deterioro. A pesar de una mejora de las perspectivas de la economía internacional, señala que éstas no se han traducido en un mayor dinamismo de la economía nacional, y además, debe considerarse que a pesar que en Latinoamérica se prevé un mayor crecimiento promedio para el año, las recientes bajas de tasas de interés en México y Brasil indicarían que probablemente en el margen de su actividad también se ha debilitado.

El Vicepresidente señor De Gregorio, señala que todo lo anterior indicaría que el aumento del ritmo de tasa de interés ha sido consistente con la meta de inflación y en esta oportunidad se justifica realizar una pausa a la espera de información adicional que confirme el escenario base. De seguir sin pausa podría terminarse con una reducción de la inflación futura más allá de lo deseado. Si se realiza una sexta alza consecutiva, se puede entender que no eran pausa, lo que no es descartable en el futuro, pero hoy no se justificaría. Agrega, que el mercado podría seguir esperando tasas incluso con perspectivas inflacionarias más débiles lo que no le parece adecuado en términos de señalar cuál es la estrategia de retiro del estímulo monetario. A esto se debe agregar la inesperada apreciación del tipo de cambio, la que debería contener los aumentos de la inflación y abre espacio para la mantención de la tasa de interés. Si bien cree que no se debe variar la política de aumento gradual de las tasas de interés, todo vez que la evidencia en el margen de actividad e inflación pareciera ser transitoria,



la información disponible sugiere que este es un momento apropiado para hacer una pausa. En consecuencia, vota por mantener inalterada la tasa de política monetaria.

El Presidente señor Vittorio Corbo, una vez más felicita a la Gerencia de División Estudios por su valiosa y clara presentación de opciones de política.

Manifiesta el señor Corbo que los antecedentes acumulados desde la última Reunión de Política Monetaria indican que el escenario externo central ha mejorado en el margen y sus riesgos se han moderado. Esto es un reflejo de mejores cifras de crecimiento en Estados Unidos de América, China y Japón y mejores perspectivas de crecimiento de la zona Euro, de una relativa normalización en los precios de los combustibles, y del nuevo aumento en el precio del cobre. Además, las condiciones financieras internacionales siguen siendo favorables. De otra parte, los menores registros inflacionarios de octubre y una inflación subyacente estable reducen los aumentos esperados de tasas en Estados Unidos de América. Sin embargo, el inicio del ciclo de normalización de la política monetaria llega a la zona Euro y se ve ahora más próximo en Japón. Esto anticipa que los anormalmente bajos spreads soberanos y las muy bajas tasas de interés internacionales debieran aumentar en el 2006.

En el frente interno, la demanda interna sigue mostrando un sólido dinamismo mientras que la actividad muestra una cierta desaceleración en el margen. El mercado laboral muestra menos dinamismo en el margen, pero a la par disminuye la tasa de participación, aumenta la tasa de crecimiento de los salarios nominales por hora y baja la tasa de desempleo.

En el frente inflacionario interno, la inflación mensual del IPC cae a niveles negativos, su proyección de corto plazo se reduce y no hay evidencia que la mayor inflación observada en meses recientes esté teniendo efectos importantes de segunda vuelta en otros precios ni que esté afectando las medidas de expectativas de inflación a períodos de 12 meses y más. De hecho, la inflación desestacionalizada y anualizada del IPCX1 se ha mantenido en los últimos cinco meses en torno al 3%, algo por debajo de lo proyectado en el último IPoM, en tanto que el resto de las medidas de tendencia inflacionaria detuvo su aumento. Además, la mayoría de las medidas de expectativas de inflación a plazos de un año convergen al 3%. En el corto plazo están presente tres factores que en términos netos tienden a mantener la inflación acotada. De una parte, los precios de los combustibles detuvieron su carrera alcista, y el peso experimenta una apreciación real y nominal, mientras que, de otra parte, los costos laborales unitarios aumentan su tasa de crecimiento aunque a partir de valores muy bajos.

Dado que se ha reducido significativamente el riesgo de un desanclaje de las expectativas, lo que corresponde es regresar a una dinámica de TPMs más acorde con el escenario que teníamos en el último IPoM y, por lo tanto, hacer esta vez una pausa en el proceso de normalización de la política monetaria. Esto permitirá también acumular nuevos antecedentes sobre el dinamismo de la actividad, la trayectoria de las brechas de capacidad y las tendencias inflacionarias, y así tener más elementos para poder calibrar la normalización de la política monetaria de modo que la inflación converja al centro del rango meta en el horizonte habitual de política. Por lo anterior, su voto es también por el mantenimiento de la tasa de política monetaria.

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



86-01-051213 – 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 4,5% anual.

III. 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 4,5% anual.

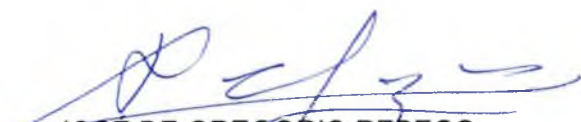
El entorno externo relevante para la economía chilena sigue siendo muy favorable y se han atenuado algunos de los riesgos identificados en los últimos meses. El precio del cobre ha aumentado nuevamente y las condiciones financieras internacionales continúan siendo propicias.

En Chile, las condiciones financieras continúan siendo expansivas. La expansión reciente de la actividad es menor que en meses pasados, pero en términos anuales continúa en torno a sus valores de tendencia. La demanda interna sigue creciendo con vigor y aunque la creación de empleo se ha moderado, la tasa de desempleo sigue disminuyendo.

La inflación anual del IPC y su proyección de corto plazo han descendido, influidas por la rápida normalización del precio de los combustibles y la significativa apreciación del peso. Las medidas de inflación subyacente IPCX e IPCX1 (que excluyen combustibles, perecibles y algunos servicios regulados, entre otros) se mantienen bajo 3%. Otros indicadores de la tendencia inflacionaria y las distintas medidas de expectativas de inflación se encuentran bien ancladas.

Las noticias recientes de actividad, tipo de cambio y precios y sus implicancias sobre la trayectoria esperada de la inflación justifican mantener en esta oportunidad la tasa de política monetaria. Esta pausa es coherente con la estrategia de normalización del impulso monetario necesaria para alcanzar una 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 17:45 horas.

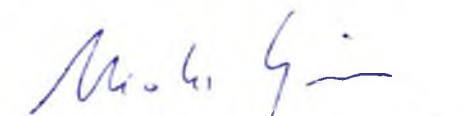

JOSE DE GREGORIO REBECO
Vicepresidente


VITTORIO CORBO LIOI
Presidente


MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero


JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Consejero


JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR
Ministro de Fe (S)


NICOLÁS EYZAGUIRRE GUZMÁN
Ministro de Hacienda