



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 94 celebrada el 15 de junio de 2006

En Santiago de Chile, a 15 de junio de 2006, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Vittorio Corbo Lioi y con la asistencia del Vicepresidente don José De Gregorio Rebeco y de los Consejeros don Jorge Desormeaux Jiménez, don Manuel Marfán Lewis y don Enrique Marshall Rivera.

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

Asisten también:

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

El Presidente señor Vittorio Corbo hace presente que el Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco B., ha excusado su asistencia a la reunión de la mañana, ya que ha debido concurrir al Congreso Nacional, en razón de las funciones propias de su cargo.

A continuación el señor Presidente fija la fecha de la Sesión de Política Monetaria del mes de diciembre de 2006, para el día 14 de ese mes.

El señor Presidente da la bienvenida al Gerente Asesor de Comunicaciones, señor Luis Álvarez Vallejos, quien se incorpora a partir de hoy a las reuniones de Política Monetaria. Asimismo hace presente que se ha invitado en forma especial al Gerente de Estabilidad Financiera, señor Pablo García, a esta reunión y a la del próximo mes, en consideración a que el Gerente de División Política Financiera no asistirá por las razones que ha informado al Consejo.

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

Señala el señor Lehmann que respecto al escenario internacional, durante el último mes se observa, entre los puntos destacados, en primer lugar, un deterioro de las condiciones financieras externas, esto fundamentalmente ante expectativas del incremento de tasa. Indica el señor Gerente que, se ha observado un deterioro en las condiciones financieras externas, fundamentalmente ante el incremento de las expectativas de aumento de tasa de interés en las economías desarrolladas, especialmente en Estados Unidos de América, como consecuencia de una creciente preocupación por la inflación. Lo anterior ha determinado, entre otras cosas, un aumento de la volatilidad de los mercados financieros. Agrega, que las tasas de interés de largo plazo, al menos hasta hace un par de días atrás, se mostraban más bajas respecto de un mes atrás. Menciona el señor Gerente que en los últimos dos días se ha apreciado una recuperación en las tasas largas, las que están solo marginalmente por debajo de lo que se observaba hace un mes atrás. Por su parte, señala que los premios soberanos de economías emergentes han comenzado a aumentar y las bolsas han mostrado también durante el último mes caídas relativamente importantes. Con respecto al precio del cobre, menciona que éste ha mostrado una fuerte volatilidad y ha caído de los niveles excepcionalmente elevados que se observaban hace un mes, en torno a US\$ 4. El precio del petróleo se ha mantenido en niveles similares en alrededor de US\$ 70. Respecto al crecimiento de la actividad, se han incorporado otros efectivos a la zona euro, lo que ha llevado a revisar la proyección de dicha zona al alza. En Estados Unidos de América, los indicadores han comenzado a dar cuenta de una desaceleración en la actividad, aún cuando ello está en línea con el escenario central.

Respecto al empleo, destaca el señor Lehmann una caída levemente importante en la creación de puestos de trabajo. El empleo total se mantiene en niveles elevados, lo que también se encuentra en línea con una perspectiva de desaceleración en la actividad en Estados Unidos de América. Señala que en cuanto a las solicitudes de desempleo, éstas en el margen mostraron un aumento, sin embargo hoy muestran una caída. El consumo personal real, también en línea con los indicadores anteriores, muestra una desaceleración.

Indica el señor Lehmann que, en relación a ventas de viviendas, la tendencia es hacia una caída, no obstante que los dos últimos datos con que se cuenta muestran un aumento, pero en términos de tendencia se ve que han aumentado, pero respecto a expectativas. Los indicadores de la Asociación Nacional de Constructores muestran que estas ventas deberían desacelerarse de manera importante en el futuro.

Por otra parte, señala el señor Gerente que el clima de negocios mostró, en general, indicadores positivos, los que se han mantenido, salvo algunos cambios marginales en el último mes. Con respecto a la producción industrial, señala el señor Lehmann que ella ha mostrado indicadores positivos. En el caso de Europa, sin embargo, hace notar que en los últimos días se han recibido datos de producción industrial para algunos países, en particular Francia e Italia que no han sido buenos y por lo tanto, habría que matizar este escenario, tal vez demasiado positivo respecto a la zona euro en términos de actividad hacia lo que resta del año. Señala que en Alemania sí ha habido buenos indicadores de producción industrial y las órdenes de manufacturas han mostrado signos positivos. La confianza de los consumidores también ha sido positiva, las ventas al detalle, con la excepción de algunos países en particular, han mostrado igualmente tendencias positivas, y aquí particularmente se destacan los crecimientos en Francia y Alemania. Respecto a Japón, las señales en general también han continuado siendo positivas, en línea con lo que se esperaba. En el caso de la producción industrial, el Índice de Gerentes de Compra durante el mes también muestra datos positivos, en línea con una actividad que se muestra positiva y con demandas internas que se han ido recuperando. En cuanto a China, los datos de producción industrial se mantienen positivos, y eso se destaca



BANCO CENTRAL DE CHILE

especialmente hoy, en que se dio a conocer la información respecto a inversión, en torno a un crecimiento de 30%. Con todo, el crecimiento mundial, en general, está en línea con lo que se había previsto en el IPoM de mayo y la excepción respecto a las cifras específicas se refiere a la zona euro, a propósito del dato de crecimiento del primer trimestre, y también hay algún mejoramiento en el margen para América Latina, lo que está asociado, fundamentalmente, a una corrección un poco más importante en el caso de Argentina. En términos globales, señala el señor Gerente de Análisis Internacional, tanto las perspectivas para este año como para el próximo se encuentran estables.

Indica el señor Lehmann que el precio del cobre muestra una alta volatilidad. Con respecto a otros metales, el comportamiento ha sido similar. Respecto a proyecciones, como se ha informado, no hay cambios significativos.

Respecto al precio del petróleo, señala el señor Lehmann que los futuros se han mantenido muy estables, y la trayectoria que se está considerando es de una desaceleración gradual en el precio y, en términos de proyecciones no se observan cambios respecto al IPoM pasado. Agrega que, respecto al precio de la gasolina, los inventarios de este producto tienen un impacto importante en el diferencial entre su precio con respecto al del petróleo que se explica con una volatilidad importante en el margen de refinación. Lo anterior, por una mayor demanda de gasolina y por el impacto producido por los problemas de mantención de algunas plantas de refinación, así como temores por eventuales efectos de huracanes. En términos de proyección en el precio del petróleo, indica que no hay cambios respecto a lo que se dijo en el IPoM de mayo, y las modificaciones que han hecho algunos bancos de inversión han sido bastante marginales.

Con respecto a la inflación en Estados Unidos de América, el señor Gerente de Análisis Internacional señala que se observa que el IPC, ha mostrado alzas importantes el último mes y el IPC Core también ha estado considerando efectos de segunda vuelta y por lo tanto, también ha aumentando. El indicador Core de inflación igualmente muestra un alza. Indica el señor Lehmann que en sus discursos, el Gobernador de la Reserva Federal ha efectuado diversas referencias a la inflación trimestral la que está en torno a 3,8% y continúa aumentando. Dichos comentarios muestran la preocupación de este personero por la inflación y también modifica las expectativas de los agentes respecto a cuál va a ser el movimiento de tasas de la Reserva Federal en las próximas reuniones. En la zona euro también se han visto aumentos de inflación que se mantienen todavía en niveles más acotados, en particular el IPC por debajo del 2,5% y el IPC Core mostrando alzas.

El señor Lehmann se refiere también a la expectativa de tasa de política monetaria en Estados Unidos de América y cómo éstas han variado en el último mes e incluso en los últimos días. Con respecto a la reunión de junio, en mayo se esperaba con un 40% de probabilidades que hubiese un aumento desde el 5% a 5,25% y en la reunión de agosto, la probabilidad estaba en torno a un 90%. Agrega que en los últimos días, se observaba una probabilidad de un 90% de aumento de tasa en la próxima reunión a fines de junio y una probabilidad en torno al 12%, aproximadamente, de que en la reunión de agosto se produjere un aumento adicional y la tasa llegase a 5,5%. En el día de hoy, estas probabilidades han aumentado casi un 100%, de acuerdo a lo que informan los mercados, y se estima que habría un aumento de tasa a 5,25% y para la reunión de agosto, la posibilidad es de un 73%.

Por otra parte, Indica el señor Lehmann que el movimiento de las tasas de interés a largo plazo mostraron una caída, particularmente en Estados Unidos de América y también en Europa. Sin embargo, en los últimos días, esto se ha revertido y ahora se muestra una tasa de interés a 10 años en Estados Unidos de América, en torno a 5,1%. Un comportamiento similar se ha visto en el caso de Europa. Agrega que los mercados financieros muestran una percepción de incertidumbre en términos de la volatilidad.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En cuanto a las bolsas de economías emergentes, el señor Lehmann señala que éstas han presentado caídas relativamente importantes en Europa emergente, América Latina y en Asia emergente. En economías emergentes se muestran alzas debido a premios por riesgo. En el caso de Chile específicamente, el alza ha sido tenue.

Respecto a Bonos A, el señor Lehmann expresa que, durante el último mes se aprecia una caída, explicada por la adquisición por parte de los inversionistas de bonos del Tesoro y además de bonos de empresas con alta clasificación, en perjuicio de aquéllos de baja clasificación.

En relación a la paridad respecto del dólar, en general se han observado depreciaciones y en particular, en el caso de las economías emergentes. En ello han influido la adopción de posiciones de los inversionistas internacionales en instrumentos de mayor riesgo y también producto de diferenciales de tasa de interés. Agrega que, en la medida que se han ido fortaleciendo las expectativas de un aumento algo más agresivo en Estados Unidos de América respecto a otras economías, se ha ido favoreciendo el dólar y por lo tanto, se ha observado una apreciación de esa moneda que también se aplicable respecto al euro y al yen. Indica el señor Lehmann que en cuanto a las economías emergentes, esto se ve aumentado. En el caso de América Latina se observan depreciaciones importantes.

El Presidente señor Vittorio Corbo ofrece la palabra para comentarios.

Consulta el Consejero señor Jorge Desormeaux cuáles son las fuentes que se utilizan respecto al crecimiento del mes de junio en Estados Unidos de América, en atención a que encuentra extraño que no se observe ninguna desaceleración para el año 2006 ni para el 2007. El señor Lehmann señala que se utilizan los datos de los bancos de inversión, así como también del *Consensus Forecast*. En el caso particular de Estados Unidos de América, la información está relacionada con un dato del PIB del primer trimestre excepcionalmente positivo, sobre 5%. Agrega que para el resto del año, efectivamente se presenta un segundo trimestre más desacelerado y para el tercero y cuarto en torno al 2%.

El Consejero señor Desormeaux consulta si el Gerente señor Lehmann entregará alguna referencia acerca de las expectativas de inflación de Estados Unidos de América y agrega que le parece que en un país que no tiene metas de inflación no se aprecia una preocupación por el tema. Tal vez la inquietud dice relación con que las expectativas de inflación en ese país se han elevado. El señor Lehmann indica que para estos efectos los comentarios de personeros de la Reserva Federal han sido significativos en términos de las expectativas de las personas o de los agentes con respecto a los movimientos de tasa. Señala también el señor Lehmann, que la compensación inflacionaria no está mostrando aún preocupaciones por la inflación, pero ello tal vez obedece a una razón de orden técnico, en el sentido que en períodos de volatilidad los agentes toman posiciones en bonos nominales, no tanto reales que son más líquidos.

El Gerente de División Estudios señala que ha leído el Informe del Fondo Monetario y que las cifras le parecen claras. Agrega que hay mayor demanda o mayores cambios de precios en aquellos activos que han subido. En el caso de Chile, la moneda era de las más apreciadas y ahora está entre las más depreciadas, pero no así la Bolsa. Comenta que en el caso de los riesgos soberanos si bien han subido no lo ha sido en forma significativa. Para la salida de capital señala que no parece haber un aumento de spread muy sustancial, si se compara, por ejemplo, con lo que sucedió en el mes de mayo de 2004. Señala, que no está en estos datos, pero hay otra información que lo muestra, y es la circunstancia que en los lugares en que ha habido mayor participación de extranjeros en los mercados donde se han

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

producido más correcciones de precios. Señala que es en el mercado del dólar en Chile donde probablemente hay más participación de extranjeros que en otros mercados.

Consulta el Vicepresidente señor De Gregorio si en Colombia el tema de los bonos presenta una situación algo diferente. El Gerente de División Estudios señor Valdés señala que en dicho país la situación es otra, ya que los inversionistas extranjeros lograron diversificarse, algo que también se ha querido hacer en Chile, esto es, que los extranjeros participen activamente en el mercado doméstico de bonos locales en pesos.

El Gerente de Operaciones Financieras, señor Esteban Jadresic, se refiere a la interpretación de los movimientos que se han visto en los mercados financieros. Agrega que le parece que resulta difícil justificar estos movimientos sobre la base de las noticias concretas del último mes. Indica que si bien la inflación ha sido un poco más elevada, las magnitudes no parecen justificar caídas de Bolsas, por sí solas. Indica que la compensación inflacionaria en Estados Unidos de América es elevada, ha caído en el margen y se han presentado cambios en las tasas de interés, pero los movimientos le parecen más bien marginales. Estima el señor Jadresic que lo que se está observando es un cambio de portafolio.

El Gerente de Estabilidad Financiera señor Pablo García, señala que está de acuerdo con lo que se ha dicho, en particular con algunas materias que mencionó el Gerente de División Operaciones Financieras. Agrega que las noticias hay que observarlas desde cierta perspectiva. Estima el señor García que se está frente a un punto de inflexión del ciclo mundial más que a noticias de turbulencias financieras externas o de un deterioro de las condiciones financieras externas. Le parece que el hecho que el ajuste se esté dando con una situación de tasas largas en el mundo, que están a la baja, precisamente demuestra que es una forma normal de acomodo de una situación cíclica que hace tiempo no había ocurrido y que no podía mantenerse indefinidamente en el tiempo. Agrega que lo mismo es lo que sucede con el precio del cobre.

Comenta el Presidente señor Vittorio Corbo en relación al precio del cobre, que en varios IPoM este punto se había considerado como un riesgo importante, puesto que no tenía muchos fundamentos. Indica el señor Presidente que en esos documentos se señaló que el apetito por riesgo, tal vez no tanto en bonos soberanos, pero sí en países emergentes, en general, aparecía extremadamente agresivo.

El Gerente de Investigación Económica señor Klaus Schmidt-Hebbel, con respecto a la explicación del Gerente señor Lehmann acerca de la compensación inflacionaria en Estados Unidos de América señala que es efectivamente un cambio de compensación inflacionaria, no tanto por cambio de portafolio hacia o desde activos. Le parece que es más sensible a las noticias un país sin metas de inflación, lo que indica que en esas economías la compensación se mueve en una mayor medida.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Esteban Jadresic, manifiesta que la compensación inflacionaria en Estados Unidos de América está relativamente alta, del orden de 2,6% a diez años, a pesar que siempre se tiene en mente una inflación en Estados Unidos de América del orden de 2% o menor. Indica que la compensación inflacionaria aumentó en marzo-abril hasta mayo a partir de 2,3%, influenciada por las declaraciones de la Reserva Federal.

4



El Gerente de Mercados Financieros Nacionales señor Beltrán De Ramón, indica que sorprende la caída en el precio del cobre tras el dólar, pero si uno observa en perspectiva, el precio del cobre está bastante cercano a los niveles de abril, en cambio el IPSA está en niveles de principios enero, por el tipo de cambio.

El Gerente de Análisis Internacional señor Lehmann, señala que a pesar de los comentarios que se han efectuado, las condiciones financieras siguen siendo positivas, no obstante existe algún deterioro que era previsible. Agrega que lo que se aprecia respecto a tasas y en general, también respecto a los movimientos del cobre, esta circunstancia estaba considerada dentro del escenario central y en algunos casos particulares, como los movimientos de tasa de política monetaria, dentro de los escenarios de riesgo contemplados en mayo.

El Consejero señor Manuel Marfán comenta que nuestra forma de trabajo es considerar el promedio de los últimos 20 días, pero cuando hay hechos relevantes de los mercados, tiene la impresión que sería conveniente que en la reunión de política monetaria se haga un resumen de lo que es la volatilidad más reciente. Agrega que desconoce si los promedios que se ven para ciertas economías reflejan las diversas situaciones. Le parece que el punto que tocó el Gerente de División Estudios es relevante, esto es, que los que más subieron son los que más bajan, y podría haber un elemento de volatilidad que por alguna razón nos ha afectado fuertemente. Asimismo, indica que en realidad nos encontraríamos en un punto de inflexión, ya que se estaba en una trayectoria que no convergía, refiriéndose a la economía mundial. Menciona el señor Consejero que ese punto de inflexión debería venir acompañado por una depreciación del dólar, lo que no está ocurriendo en el último tiempo e ignora si hace un mes atrás se tenía conciencia si se estaba en un punto de inflexión. Indica que no tiene conocimiento si hay antecedentes suficientes como para saberlo. Finalmente, señala que lo anterior forma parte de la psiquiatría de la economía, que se refiere a los estados de ánimo de los mercados. Por ejemplo, el precio del cobre tenía al país bastante eufórico hace dos meses atrás y hoy ese mismo precio resultaría que es perjudicial.

El Vicepresidente señor José De Gregorio señala que le parece interesante que el mercado se haya movido inesperadamente y en forma bastante dinámica. Indica que lo que ha ocurrido es un cambio con respecto al alza de tasa de la Reserva Federal. Lo que sí le parece al señor Vicepresidente es que esta situación no tiene implicancia sobre la política monetaria de la Reserva Federal, por lo menos como se aprecia en los futuros, sino que es un cambio en las perspectivas inflacionarias que aparentemente estarían subiendo.

El Gerente de División Estudios señor Valdés, señala que a lo expuesto por el Vicepresidente señor De Gregorio agregaría el tema de que en un comienzo era solamente el petróleo el que subía, después subieron los *commodities*. Posteriormente, señala el señor Valdés empezó una tercera etapa preocupante para las perspectivas de inflación relacionada a las expectativas de ella. Agrega, que lo que no se ha observado son que los salarios se estén comportando inadecuadamente. Indica que si nos encontráramos con salarios aumentando a tasas crecientes, nos encontraríamos en una espiral mucho más complicada.



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

Señala el señor Magendzo, que la información coyuntural ha sorprendido en el último mes, aunque es aún insuficiente para modificar la evaluación del panorama macroeconómico general considerado en el IPoM de mayo. Agrega que las condiciones financieras externas se han deteriorado en el último mes, con un incremento en las expectativas de alzas de tasas de interés en las economías desarrolladas que ha acrecentado la volatilidad de los mercados financieros internacionales. Señala el señor Gerente de Análisis Macroeconómico, que en este contexto han aumentado los premios soberanos, a la vez que han caído las bolsas, las monedas de economías emergentes y el precio de los metales, entre ellos el del cobre. Menciona el señor Magendzo que internamente los indicadores del sector real tuvieron desempeños inferiores de los previstos en abril. Sin embargo, la evidencia disponible no permite concluir si detrás de ello hay factores persistentes o simplemente un efecto calendario mayor al supuesto. Señala el señor Gerente, que aparte de la marcada depreciación del peso, no hay grandes novedades en el mercado financiero interno. Por su parte, la inflación IPC e IPCX1, a pesar de los vaivenes de corto plazo, siguen enmarcadas en el escenario delineado en mayo.

Indica el señor Gerente de Análisis Macroeconómico, que en los mercados financieros nacionales la mayor novedad de las últimas semanas ha sido la depreciación del peso, probablemente vinculada al deterioro de los mercados financieros externos, la caída en el precio del cobre y la debilidad de los indicadores de actividad interna. El tipo de cambio nominal pasó desde niveles del orden de \$ 514 por dólar en los tres días hábiles previos a la reunión de mayo, a valores promedio en torno a \$ 543 por dólar en los tres días hábiles previos al cierre de este informe, equivalente a una depreciación nominal de 5,6%. Medido en términos multilaterales, la depreciación del peso también ha sido importante: 3,7%, 4,9% y 2,5% respecto del TCM, TCM-5 y TCM-X, respectivamente, en igual lapso.

En cuanto a la expansividad de las condiciones financieras internas, el señor Magendzo indica que ha seguido atenuándose levemente en el último mes. Las tasas de interés de algunos de los documentos del Banco Central aumentaron desde la última reunión (16 puntos base la del BCU-5). Las tasas de crecimiento anual de los agregados monetarios y crediticios han seguido en niveles altos y estables, con velocidades de expansión que muestran una pequeña disminución. Indica que la tasa de interés cobrada en las colocaciones de consumo aumentó en torno a medio punto porcentual, mientras que la de colocaciones a empresas se mantuvo, al igual que las hipotecarias. Hace presente también el señor Gerente mencionado, que desde la reunión de mayo hasta la fecha, el IPSA registra un importante descenso: 11% medido en pesos y 17% en dólares, con lo que en el año acumula un alza de 3% medido en pesos y un descenso de 4% en dólares. Señala el señor Magendzo que, la tendencia decreciente de los índices desde la segunda semana de mayo se debió a ajustes en precios de productos básicos y expectativas de alzas de tasas más aceleradas en los mercados internacionales. En relación con las bolsas internacionales, señala que éstas también dan cuenta de estos efectos negativos, especialmente las latinoamericanas, que medidas a través del MSCI América Latina cayeron 26% en igual período, mientras el MSCI Mundial lo hizo en 11%.

Señala el señor Gerente de Análisis Macroeconómico, que las principales novedades del mes se concentran en el sector real, en especial por la noticia de actividad de abril en que el Imacec creció solo 2,8%. Por otra parte, eliminado el efecto calendario estimado, el Imacec creció 1,3% respecto del mes anterior y 4,3% en doce meses. Agrega que tal como se anticipó el mes anterior, gran parte del menor crecimiento anual de la actividad, comparado con los meses previos, se originó en la existencia de una alta base de comparación y de dos



BANCO CENTRAL DE CHILE

días hábiles menos que en abril de 2005. Menciona que la debilidad del Imacec de abril fue especialmente visible en los sectores que se presumen mayormente afectados por el efecto calendario, como la industria y el comercio, que tuvieron desempeños más pobres que lo proyectado. La información disponible de mayo, en particular las exportaciones, importaciones y generación de energía, permite mantener la hipótesis de que el menor crecimiento de abril no sería reflejo de una desaceleración de la actividad relacionada a un agotamiento temprano de las holguras o la presencia de factores más persistentes, como una debilidad de la demanda. Asimismo, agrega el señor Gerente que con ello persiste el escenario base considerado en mayo, en que la desaceleración de la actividad en el primer trimestre fue un hecho puntual que se revierte en el trimestre en curso, aunque ahora algo más lentamente dado el efecto de los datos de abril. Con todo, debe destacarse que la incertidumbre inherente a la evolución de la actividad en el corto plazo es ahora considerablemente mayor que hace un mes.

En cuanto a la evolución del consumo privado, el señor Magendzo manifiesta que la información reciente sigue en línea con el escenario base considerado en el IPoM de mayo. Por una parte, el cierre de las cuentas nacionales del primer trimestre indicó un crecimiento anual del consumo privado de 7,3% anual, 8,1% el tercer y cuarto trimestres de 2005. Los indicadores parciales de abril en este ítem muestran tasas de crecimiento anual similares a las del primer trimestre, aunque con un consumo habitual que aumenta a tasas crecientes y uno durable que lo hace a tasas decrecientes. Por otra parte, señala que las expectativas de los consumidores medidas por el IPEC tuvieron un nuevo retroceso en mayo, -0,8 y -4,5 puntos porcentuales respecto de abril y marzo, respectivamente, aunque siguen en niveles positivos. Por el lado de la inversión, tras las bajas cifras de abril, mayo destacó por una compensación parcial en el valor de las importaciones de bienes de capital, US\$ 641 millones CIF; 17% anual; -15% anual en abril. En cuanto al gasto fiscal, las medidas anunciadas por la Autoridad el 21 de mayo implicarán un mayor desembolso por US\$ 130 millones, 0,5% de mayor gasto, financiado por los intereses generados por los recursos ahorrados del precio del cobre.

Indica el señor Gerente de Análisis Macroeconómico, que durante mayo las exportaciones industriales más que recuperaron el desempeño relativamente bajo que mostraron en abril. Por otra parte, los envíos mineros se han visto perjudicados por menores exportaciones de molibdeno. Las importaciones de consumo se mostraron en los últimos dos meses relativamente dinámicas, mientras las compras al exterior de bienes de capital tuvieron la comentada recuperación. Así, las exportaciones alcanzaron durante mayo un valor de US\$ 5.536 millones FOB, 77% anual, mientras las importaciones llegaron a US\$ 3.197 millones FOB, 25% anual en igual mes.

En cuanto al mercado laboral, el señor Gerente señala que las cifras del trimestre móvil febrero-abril siguieron enmarcadas dentro de la tendencia más reciente, esto es, un aumento sostenido del empleo, en especial el asalariado, y un incremento de la participación laboral y el desempleo. Indica que, al igual que los últimos meses, es difícil determinar las implicancias precisas de las noticias del mercado laboral, dadas las innovaciones que el Instituto Nacional de Estadísticas está realizando en la muestra incluida en la encuesta de empleo. Con todo, otras fuentes de información siguen en línea con la evaluación de un dinamismo sostenido del empleo. Agrega el señor Magendzo, que la tasa de desempleo nacional subió a 8,3%, nivel levemente superior al registrado en igual lapso del año 2005 y eliminada la estacionalidad, se mantuvo en 8,4%.

Respecto de los costos laborales, en abril la tasa de crecimiento anual de los salarios rompió la tendencia descendente que mostró durante el primer trimestre del año, alcanzando un aumento de 5,6% en el costo de la mano de obra, +0,1 punto porcentual respecto del mes anterior. Al igual que en meses anteriores, no se estima que el crecimiento de los salarios se aleje de lo que se podría esperar dada su relación con la inflación pasada. Por su lado, los costos laborales unitarios (CLU) volvieron a mostrar un incremento de su tasa de crecimiento anual, la que llegó a 7,8% y 7,3% para los CLU totales y CLUX, respectivamente.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Manifiesta el Gerente señor Magendzo, que sigue siendo difícil precisar cuánto de la mayor variación anual de los CLU podría responder a presiones genuinas de costos o más bien refleja la volatilidad propia de la productividad medida, y los cambios a las mediciones del empleo y los salarios.

En mayo la inflación IPC estuvo en línea con lo esperado, 0,2% mensual; 3,7% anual, aunque a nivel de las medidas subyacentes estuvieron algo por debajo. Más allá de lo anterior, en mayo destacó la desaceleración de la mayor parte de los indicadores subyacentes. Por un lado, la velocidad de expansión del IPCX1 se ubicó en valores del orden de 2% anual y, por otro, casi la totalidad de los indicadores alternativos, medias podadas e IPCX2, vieron caer sus tasas de variación anual. Agrega que, en el corto plazo, la depreciación del peso tendrá un efecto al alza en la inflación, a través de los canales habituales de precio de los combustibles y tarifas. En el mediano plazo, sin embargo, el efecto conjunto de esta noticia, la debilidad de la actividad en abril y el deterioro de las condiciones financieras externas no es del todo claro, pudiendo incluso configurarse un escenario de menores presiones inflacionarias. Con todo, por ahora, solo se percibe un incremento de los riesgos de que la inflación efectiva se aleje del escenario más probable considerado en mayo.

Por último, indica el señor Magendzo, que la generalidad de las medidas de expectativas de inflación de mediano plazo siguen bien ancladas en torno a 3%. La compensación inflacionaria a 2, 5 y 10 años continúa en valores del orden de 3%. La EEE de junio muestra inflaciones a 12 meses y 24 meses que se mantienen en 3% anual. Respecto de la tasa de política monetaria, las expectativas que se deducen de la curva *forward* son marginalmente mayores respecto de las consideradas hace un mes, esperándose una tasa de política monetaria de 5,7% a diciembre de este año y una de 6,2% a diciembre de 2007 (5,6% y 6,1%, respectivamente, el mes pasado). La EEE, en tanto, anticipa que la tasa de política monetaria se mantendría en esta reunión, y llegaría a 5,5% y 6% a diciembre de 2006 y 2007, respectivamente, ambos valores idénticos a lo esperado el mes anterior. Señala que, donde sí se apreciaron cambios en las expectativas es en lo referido al crecimiento de la actividad para este año y el próximo, reflejando la sorpresa del Imacec de abril. En particular, el crecimiento del PIB en el 2006 pasó desde un valor esperado de 5,5% el mes pasado, a uno de 5,3% en junio. Una corrección mayor se verificó para 2007, que pasó desde 5,5% a 5%.

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

El Consejero señor Manuel Marfán consulta en relación a datos de actividad qué sucede si dos años tienen el mismo número de días trabajados, pero hay un mes que tiene menos días trabajados que el año anterior, los restantes meses tendrán más días hábiles, es decir, si hubo una concentración de fines de semanas en abril entonces tienen que haber menos fines de semana necesariamente en el resto del año. Su duda es si la corrección considera el efecto de los días trabajados también en el resto del año.

Agrega el señor Marfán que no le encuentra sentido que para la proyección del año se reste menos de lo que fue el efecto de abril, ya que si abril es un mes de 30 días y comprende cinco fines de semana, necesariamente otros meses tendrán menos. En su opinión, la corrección es estructural y no un problema de días trabajados, puesto que se refiere a la corrección de la proyección del año. El Vicepresidente señor José De Gregorio, afirma que el Consejero señor Marfán está en lo cierto. Sobre el particular, el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Igal Magendzo, indica que la única sorpresa que no se ha presentado son los días trabajados, lo que ya se sabía el mes anterior, en que estaban incorporados. Con respecto a lo anterior el Consejero señor Marfán, señala que se mencionó que se había bajado la proyección de 4,7% a 4,5% el segundo trimestre.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, expresa que para ponerlo en perspectiva, ese 5,1% del primer trimestre tiene 5 décimas por efecto calendario positivo, o sea representa un 4,6% de crecimiento sin efecto calendario y el 4,5% del segundo trimestre es en realidad algo más alto sin efecto calendario que en doce meses, lo que pone en perspectiva que la baja, en realidad, se produjo en el primer trimestre. Agrega el señor Valdés que no se cuenta aún con una proyección actualizada para el año.

Por su parte, el Vicepresidente señor José De Gregorio, indica que cuando se observan esas velocidades desestacionalizadas se piensa que tal vez nos encontrábamos optimistas y lo que está ocurriendo es una aceleración realista. Señala que 6,3% en el margen es una velocidad bastante positiva desde el punto de vista del alto crecimiento y destaca que el mes de abril sorprendió. El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, expresa que la volatilidad de la velocidad es muy alta, y que no es raro tener ocasionalmente 9% ó 0%. Agrega el señor Valdés, que tampoco se tiene una banda como la de los Estados Unidos de América donde pasar de 5% a 2% es muy informativo, en Chile en cambio pasar de 3% a 8% es una aceleración fuerte y a 6% no lo es tanto.

El Presidente señor Vittorio Corbo, hace presente sobre el mismo tema, que lo positivo es que estas son sólo proyección y que la gente podría estar internalizando un número más bajo de 4% para el segundo trimestre.

Comenta el señor Magendzo que más allá de la incertidumbre que tienen estas cifras de velocidad, los datos 3,9% y 6,3% nos informan de una velocidad de 5% aproximadamente en lo que llevamos del semestre y ello resulta coherente con mantener las brechas y que el escenario que se tenía era más bien que se continuaban cerrando las brechas de capacidad.

El Consejero señor Manuel Marfán, señala que haría una diferencia entre dos tipos de argumentos. En primer lugar en relación al precio del cobre, indica que éste ha estado bajando y la verdad es que esto se encuentra dentro de los rangos presupuestados. El segundo argumento se refiere a la desaceleración de la actividad, que ahora resulta obvia, porque estábamos muy acelerados, pero que no estaba contemplado en nuestras proyecciones del escenario central. Señala el señor Marfán que se estaría releendo la misma información, porque en un caso hay una implicancia para cambio del escenario y en el otro caso no la hay. En ese sentido, señala que es lo mismo que le está sucediendo al sector privado que contaba con una cierta proyección y ahora está rehaciéndola, adoptando una proyección algo más pesimista en el conjunto, lo que obviamente afecta su comportamiento en general.

El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, señala que en todo caso ese escenario supone que la sorpresa, que fue negativa, tampoco resulta demasiado persistente. El Gerente señor Magendzo, señala sobre el particular, que esa evaluación se fundamenta en la información de los sectorialistas, pero también en que la demanda agregada no ha retrocedido.

El Presidente señor Vittorio Corbo, consulta la razón por la cual el comercio cae tan fuertemente, ya que es más transable. Asimismo, señala que en el caso de la industria le



BANCO CENTRAL DE CHILE

explicaban que se podía deber al tipo de cambio, pero en el caso del comercio cree que ya no puede ser debido a lo mismo.

El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, responde que nuevamente en esta situación se presenta el tema de los días trabajados, o sea del efecto calendario. La visión de algunos sectorialistas es que esto corresponde más a un asunto de inventarios que de consumo.

El Vicepresidente señor José De Gregorio, agrega que el empleo está creciendo más con la muestra nueva, a pesar de que con ésta se ve un mayor desempleo. Explica que en su opinión, esta situación se debe a que se está contando más gente y que no es debido a un menor dinamismo. Hace presente el Gerente de División Estudios, que no existe la muestra híbrida en el pasado, por lo tanto hay un error estándar, ahora creciente, lo que pone en evidencia que gran parte del dinamismo y el empleo que se está midiendo es una ilusión óptica, puesto que se está comparando una muestra nueva con una antigua.

El Vicepresidente señor De Gregorio, señala sobre el mismo tema que con la muestra nueva ésta va a mostrar mayor crecimiento del empleo porque la muestra es distinta, pero también va a mostrar mayores tasas de desempleo.

Hace presente el Gerente de Estabilidad Financiera, señor Pablo García, que de esta información no se puede deducir que la tasa de desempleo va a ser mayor. Agrega que lo que informa efectivamente esa muestra es que se subestimó el nivel de empleo absoluto en los últimos años, en una magnitud que no es demasiado grande, pero que efectivamente el tamaño resulta mayor de lo que se esperaba. Agrega el señor Presidente que también se subestimó la fuerza de trabajo.

El Vicepresidente señor De Gregorio, señala que las muestras se están cambiando, y agrega que si no sucede algún cambio de aquí a seis meses van coexistir ambas muestras. El Gerente de División Estudios indica que queda sólo una observación y con ella se termina su configuración. Con respecto al empalme de las muestras, el Vicepresidente señor De Gregorio tiene la impresión que no va a producir cambios de niveles tan bruscos como para que sea un tema de discusión, o sea, subir una décima no ha sido un tema central, aparentemente, como se preveía unos meses atrás. El señor De Gregorio agrega, que desde hace un tiempo y a raíz de las discusiones que se producían en las Reuniones de Política Monetaria existía la impresión que cuando concluyera este proceso de convergencia o de cambio de muestra, se concluiría con una tasa un par de puntos más alta que la que se usaba con la muestra antigua. El Gerente señor Magendzo señala que no sólo el nivel sino que la dinámica de ambas muestras es muy distinta y eso dificultará aún más el empalme, porque el ajuste nivel claramente no va a dar cuenta de la diferencia entre las muestras, lo mismo pasa en lo que es empleo, ya que tienen niveles distintos y dinámicas diferentes.

El Consejero señor Marfán, sugiere que durante algún tiempo se deberían trabajar separadamente las dos muestras. Por otra parte, le parece que la tasa de variación en el empleo va a quedar distorsionada durante veinticuatro meses porque se va a tener un denominador afectado todavía durante todo el año 2007.

Señala el Gerente de División Estudios que al respecto lo que se está tratando de apurar y que no es un trabajo trivial es cómo se hace el empalme. Comenta al respecto que



BANCO CENTRAL DE CHILE

públicamente el Instituto Nacional de Estadísticas no quiere hacer ningún empalme hasta no terminar toda la secuencia de cambios, y que han explicado que no pueden hacer un empalme ahora, otro en tres meses más y otro en un año más, hay que hacer los dos. Señala el señor Gerente de División que está de acuerdo con ellos en que no hay que hacer un empalme a fin de año y otro ahora, e indica que hacer uno ahora es bueno internamente, pero esperar dos años es demasiado.

Por su parte, el Consejero señor Manuel Marfán sugiere incorporar a la discusión en los equipos que están trabajando, al Asesor del Ministro de Hacienda señor Luis Felipe Céspedes, ya que estima que debe haber alguna contraparte macro en el Gobierno porque el Instituto Nacional de Estadísticas piensa que su rol es solamente producir cifras.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Igal Magendzo, señala que otras medidas alternativas se pueden construir para datos trimestrales porque no se tiene la apertura necesaria a nivel mensual para construirla. Entonces, cuando se está en el proceso del IPoM y se habla más de datos trimestrales en esa oportunidad se muestran las otras medidas.

El Consejero señor Manuel Marfán propone que en los otros datos trimestrales se represente adecuadamente la importancia del sector agricultura, ya que se encuentra actualmente en los datos de empleo y del PIB y no en los datos de los asalariados. En la medida que agricultura empiece a tener mayor ponderación, la distorsión por este efecto será cada vez mayor. Agrega el señor Consejero que esta proposición la viene haciendo en reiteradas Reuniones de Política Monetaria.

El señor Gerente de Análisis Macroeconómico, señala en relación a lo solicitado por el Consejero señor Marfán que esa Gerencia ha considerado sacar la agricultura del modelo general, pero que por el momento la idea es mantenerlo con las medidas que son consistentes con el actual modelo. Agrega que se podría efectuar otra medida adicional que excluya agricultura.

Al respecto, el señor Presidente hace presente que se tomó nota de lo solicitado por el Consejero señor Manuel Marfán y encarga que se estudie el tema.

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 16:15 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 94.

Se integra a la Sesión de Política Monetaria, el Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco Brañes.

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 informó lo siguiente:



BANCO CENTRAL DE CHILE

En la reunión de política monetaria de mayo, el Consejo decidió mantener la tasa de interés de política monetaria en 5% anual, luego de haberla aumentado en abril en 25 puntos base. En la decisión se consideró que la inflación había continuado con una trayectoria dentro de lo previsto. En particular, la inflación subyacente IPCX1, otros indicadores de la tendencia inflacionaria y las distintas medidas de expectativas de inflación, continuaban bien ancladas. Se consignó que el precio del cobre había alcanzado, bruscamente, niveles muy superiores a proyecciones previas, y que la información disponible seguía indicando que la demanda interna moderaba su elevada tasa de crecimiento. Estos antecedentes avalaban continuar con la estrategia de incremento pausado de la tasa de política monetaria.

Señala el señor Gerente de División Estudios que, desde la última reunión, se han acumulado novedades en diversos ámbitos. Las más importantes son las siguientes:

- Las condiciones financieras internacionales relevantes se han deteriorado, en medio de una fuerte volatilidad alimentada por preocupaciones sobre las presiones inflacionarias, especialmente en Estados Unidos de América. Frente a la salida de inversionistas desde posiciones en activos más riesgosos, las bolsas y monedas de países emergentes han caído, especialmente aquéllas que más habían aumentado previamente y que tienen una base más amplia de inversionistas extranjeros participando en el mercado respectivo. En línea con ello, los premios por riesgo soberano han aumentado.
- Los precios de los metales se han ajustado notoriamente a la baja. El cobre ha caído desde algo menos de US\$ 4 la libra hasta la cercanía de US\$ 3 la libra. Esta disminución, sin embargo, no dista mucho del escenario central de proyecciones.
- En el país, el desempeño del sector real en abril fue bastante más débil que lo esperado. El crecimiento anual del Imacec fue 2,8%, y 1,3% respecto del mes anterior. Aunque la información disponible para mayo, correspondiente a comercio exterior y energía, es coherente con la hipótesis de que los resultados de abril no serían muy persistentes, hay un mayor riesgo a la baja en el panorama de crecimiento de corto plazo. En tanto, el crecimiento de la demanda interna parece estar disminuyendo gradualmente, de acuerdo con lo previsto. La inversión, sin embargo, se estaría desacelerando algo más rápido que lo anticipado.
- La paridad peso/dólar aumentó fuertemente en las últimas semanas, hasta cerca de 545 en los últimos días, acumulando el peso una depreciación bilateral en torno a 5,5% y de casi 4% en términos multilaterales. El TCR se ubicaría en la actualidad entre 93 y 94, dentro del rango de las distintas estimaciones de TCR de largo plazo. Más allá de los cambios de paridades, la expansividad de las condiciones financieras ha continuado moderándose lentamente. Las tasas de interés de mediano y largo plazo han aumentado marginalmente, y si bien la tasa de crecimiento anual del crédito y de los agregados monetarios se mantiene elevada, la velocidad de expansión ha disminuido algo.
- Más allá de los cambios metodológicos que dificultan su evaluación, las cifras del mercado laboral siguen con las tendencias de los últimos meses; esto es, una sostenida creación de empleos y un repunte leve de la tasa de desempleo. La tasa de crecimiento anual de los costos laborales unitarios continúa incrementándose, fundamentalmente por el volátil comportamiento de la productividad medida. El crecimiento anual de los salarios aumentó marginalmente, en línea con la mayor inflación de los últimos meses.
- La inflación del IPC se ubicó en abril dentro de lo esperado (3,7%). El IPCX1, que disminuyó a 2,7% anual y a cerca de 2% en velocidad, estuvo algo por debajo de lo previsto, pero debido a *shocks* que se estima deberían revertirse. Otras medidas de

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 94
Política Monetaria
15.06.2006 14.-

tendencia inflacionaria han disminuido marginalmente en lo más reciente y las expectativas se mantienen bien ancladas.

Agrega el señor Valdés que, con los antecedentes disponibles, las opciones que parecen más plausibles para esta reunión son mantener la tasa de política monetaria o aumentarla en 25 puntos base, aunque los argumentos parecen favorecer con mayor fuerza la mantención.

Asimismo indica que, si bien el escenario central delineado podría sufrir cambios de persistir las novedades que se han acumulado, parece apresurado realizar modificaciones mayores que lleven a un cambio en la estrategia de normalización gradual de la política monetaria. Por un lado, le parece que con noticias de sólo un mes no es posible extrapolar una tendencia clara, especialmente respecto a la actividad e inflación. Por otro lado, menciona que las novedades significan presiones en sentidos opuestos sobre la inflación, por lo que no es evidente su efecto conjunto. Así, le parece necesario tener más antecedentes para poder dilucidar las posibles implicancias de las novedades analizadas.

En su opinión, el argumento principal para elevar la tasa de política monetaria en esta reunión es el efecto inflacionario del aumento que ha sufrido el tipo de cambio. Menciona el señor Gerente que el tipo de cambio real se ubica en la actualidad en torno a 5% por encima del escenario central de proyecciones, lo que implicaría, *ceteris paribus*, cerca de un cuarto de punto de inflación adicional en el horizonte de dos años y de alrededor de un punto porcentual a un horizonte de un año. Esto, por sí mismo, estima que podría justificar un alza en esta oportunidad, e incluso una trayectoria de la tasa de política algo más empinada que la implícita en el escenario central. Sin embargo, cree que existen dos factores que se contraponen a lo anterior y que parecen explicar al menos parte de la depreciación cambiaria: las cifras de actividad interna y los efectos adicionales que podrían tener los *shocks* externos.

Respecto de lo primero, si bien por ahora se evalúa que el débil desempeño de la actividad en abril habría obedecido a un *shock* transitorio —la información de demanda interna, su velocidad e indicadores de mayo así lo avalan—, existe el riesgo de que este resultado esté reflejando una trayectoria menos dinámica para la actividad y un copamiento de holguras algo más lento. Ello atenuaría el efecto inflacionario de la depreciación, e incluso podría revertirla en el mediano plazo. Le parece que cabe mencionar que la hipótesis de que una menor actividad sea reflejo de un menor crecimiento de tendencia y holguras que ya se han copado no parece coherente con la tendencia inflacionaria y de los salarios.

Señala el señor Valdés que, respecto de lo segundo, es probable que la depreciación cambiaria obedezca no sólo a la menor actividad de abril y eventuales diferenciales de tasas de interés entre Chile y Estados Unidos de América, sino que además al menor apetito que muestran los inversionistas internacionales por activos más riesgosos y el acomodo de precios que esto produce. Piensa que, si bien ésta es una situación aún en desarrollo y, en cierta medida esperable y sana, cuya magnitud y características finales todavía no se pueden precisar, aparece el riesgo de que este *shock* externo tenga un efecto contractivo relevante. Comenta que, esto puede darse, por ejemplo, moderando el crecimiento de socios comerciales, provocando la postergación de decisiones de inversión interna, a través del efecto que el mayor tipo de cambio tiene sobre precios claves, como los combustibles, o por la corrección del precio de algunas materias primas. Agrega que, en ese contexto, el *shock* podría terminar siendo incluso deflacionario a plazos más largos, aun considerando la depreciación.

Hace presente el señor Gerente de División Estudios, que así la alternativa de aumentar la tasa de política monetaria en esta oportunidad tiene el riesgo de ser un alza apresurada, que no considera otros efectos colaterales de los *shocks* que se enfrentan. Por el contrario, la opción de mantener la tasa de política monetaria en esta oportunidad se justifica



BANCO CENTRAL DE CHILE

porque, simultáneamente, deja abierta la posibilidad de implementar una política más acomodaticia —que puede terminar siendo necesaria si los *shocks* contractivos acaban primando— y permite hacer ajustes más adelante, una vez que se acumule más información. Tal como en meses pasados existía un “valor de opción” de apurar las alzas para mitigar el riesgo de ajustes más rápidos, esta vez parece haber un “valor de opción” de esperar.

Además, indica el señor Gerente que, si bien la alternativa de mantener la tasa de política monetaria tiene riesgos, en especial si genera una reacción importante al alza en el tipo de cambio, éstos parecen ser acotados, considerando que las expectativas de inflación se mantienen bien ancladas, que no hay evidencia concluyente de que en el mercado laboral se estén configurando presiones de costos —si algo, los salarios tienen un comportamiento benigno—, y que la expansividad de las condiciones financieras se siguen atenuando lentamente.

Por último estima que, desde el punto de vista táctico, mantener al igual que aumentar es una decisión coherente con la estrategia de normalización pausada. En consecuencia, no debería tener mayor efecto en la estructura de precios financieros. El hecho de que la expectativa mayoritaria para esta reunión sea de mantención también apoya esta evaluación. Con todo, le parece que no se puede descartar que mantener la tasa de política monetaria sea entendido como la validación de un escenario de crecimiento más débil.

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

El Consejero, señor Jorge Desormeaux, en relación a ese último aspecto cree que se puede usar el comunicado de prensa para despejar la duda a que se refiere el señor Gerente de División Estudios.

El Gerente de Estabilidad Financiera, señor Pablo García, señala que concuerda con lo que mencionó la Gerencia de División Estudios, no obstante simplemente quiere acotar un par de aspectos que cree que pueden complementar la discusión. Hace presente que en primer lugar, tal como se discutió en la mañana, debido al ciclo que se está viendo en la economía mundial no era razonable esperar que se prolongara indefinidamente, en particular en lo que se refiere a las condiciones financieras que eran extraordinariamente favorables. Agrega el señor García que, estos ajustes nunca se producen de la manera cómo podría anticiparse, es decir, no se producen en forma gradual, sino que siempre sorprenden. Indica el señor García que este es un sitio donde se agotan las holguras, donde la inflación tiende a subir y, la política monetaria reacciona. Señala también que ello es lo que se debe esperar a estas alturas después de varios años de una expansión bastante significativa. Por otra parte, estima que no pareciera ser que lo que se está visualizando sea la antesala de disfunciones financieras mayores en el mundo. Asimismo, señala que por el lado doméstico hay un punto que quizás no se ha destacado, en cuanto a que es posible que lo que se está observando en el primer semestre, en términos de desaceleración de actividad, sea simplemente el efecto rezagado del frenazo de la demanda agregada interna hacia fines del año pasado y que no habría tenido como efectos solamente una disminución del componente importado sino que también algún componente local. Menciona que hay una serie de indicadores que se frenaron fuertemente, lo cual de hecho se destacó que era algo razonable que ocurriese y, puede que lo que se está presentando ahora su el impacto transitorio en la actividad doméstica. Finalmente, con respecto a las implicancias sobre la política monetaria, cree que estos dos puntos nos llevan obviamente a rechazar o descartar lo que ha sido la trayectoria que está implícita en las últimas proyecciones del IPoM en el sentido que todavía queda algo de camino por recorrer en la normalización de la política monetaria. Señala que, hay que destacar que aunque los datos



BANCO CENTRAL DE CHILE

de inflación y salarios no han seguido acelerándose de todas maneras se tuvo el año pasado una depreciación significativa de la moneda y esa desaceleración, esa manera de la inflación subyacente puede también estar reflejando el impacto de ello con algunos trimestres de rezago. Por otro lado, a pesar de que el ciclo doméstico está normalizándose de a poco, el ciclo del crédito todavía da señales de que faltaría ahí algún camino por recorrer, en particular el crédito de consumo. Le parece que todavía hay algo de distracción por el lado del empuje monetario que se debe ir retirando. Agrega el señor Garcia que no necesariamente esto tenga que producirse en la reunión de hoy, sin embargo posiblemente puede resultar en el curso del segundo semestre de este año.

El Gerente de División Operaciones Financieras, señor Esteban Jadresic, señala que básicamente está de acuerdo con la recomendación central de la Gerencia de División Estudios, en el sentido de mantener y hacer una pausa en la normalización de la política monetaria. Hace presente que, por el lado internacional las noticias que se presentan son de efectos ambiguos. Le parece que hay dos efectos importantes, el primero es la incertidumbre respecto a inflación, crecimiento; y tasas de las economías avanzadas, lo que por sí sólo tiene un efecto internacional y en Chile; y el segundo, que está relacionado al anterior, es el ajuste de portafolio que ha llevado a disminuir la demanda por activos más riesgosos y aumentarla por los menos riesgosos. Estima el Gerente señor Jadresic que, ambos efectos tienen por una parte un impacto del corto plazo inflacionario vía la depreciación del peso, en particular en el caso de Chile, pero hay efectos que pueden ir en la dirección opuesta más adelante, lo cual hace que el efecto de éstos sea más ambiguo. Sin embargo, menciona, que por el lado interno se ve que las noticias apuntan más claramente en la dirección de una pausa tanto por el lado de las noticias de actividad como por lo que se aprecia en las presiones inflacionarias sobre los precios y también en los salarios, que se mantienen contenidos en sus tasas de crecimiento, por lo cual en ese contexto, le parece que la recomendación central de mantener la tasa es apropiada.

El Gerente de Mercados Financieros Nacionales, señor Beltrán De Ramón, señala que concuerda con la opción planteada en esta oportunidad por el Gerente de División Estudios, en cuanto a mantener la tasa de política monetaria en esta reunión. Considera que esta opción no altera el escenario base del IPoM, siendo una alternativa posible el no mover la tasa rectora por segundo período consecutivo.

Señala el señor De Ramón que en lo central, una pregunta muy relevante que surge en estos días es si nos encontramos en un punto de inflexión, desde una actividad más expansiva a menos creciente o incluso más allá de eso. Agrega que, la cifra de Imacec de abril, publicada recientemente, junto a lo que ha sucedido en los mercados financieros internacionales, podría hacer pensar que este punto de inflexión puede tener una base real. Sin embargo, en su opinión, aún no se tienen suficientes antecedentes que lleven a una conclusión así. Hace presente que, por el lado interno, las cifras de comercio exterior de mayo se muestran más favorables, lo que ayuda a revertir esa apreciación. Asimismo, estima que el escenario financiero de las últimas semanas se ha calmado recientemente, observándose bajas de tasas en los instrumentos del Banco Central, un tipo de cambio más apreciado y la bolsa chilena recuperándose fuertemente. Indica el señor De Ramón que no se observa un *sell off* de ahorristas de fondos mutuos preocupados, como fue en octubre del año pasado, mientras que las tasas del mercado monetario están estables, probablemente porque los inversionistas institucionales lo ven como un buen refugio ante un contexto de alza de tasas largas.

Por otra parte, si bien el cobre ha retrocedido mucho, recién está en los niveles de abril, lo que junto a mejores precios de otros bienes exportados y una demanda interna aún



BANCO CENTRAL DE CHILE

incrementándose, hacen prever que los fundamentos de la economía chilena están sólidos. Tal vez, la única excepción la constituye la inversión.

Comenta el señor De Ramón que, teniendo en consideración que es necesario evaluar el comportamiento futuro de la actividad antes de hablar de un punto de inflexión, y en un contexto de alta volatilidad en mercados emergentes, que eventualmente pudieran tener un efecto en el crecimiento, se ve muy apropiado no mover la tasa rectora en esta oportunidad, a la espera de contar con más antecedentes, más aún, si ello no modifica el escenario de continuar reduciendo el estímulo monetario en los meses siguientes.

Finalmente, agrega, que le parece que el comunicado debiera ir en la misma línea, pero con información acotada y precisa.

El señor Ministro de Hacienda, señor Andrés Velasco, agradece al señor Presidente y señala que antes que nada quiere evaluar el informe y el planteamiento que hace la Gerencia de División Estudios, porque le parece que apunta precisamente en la dirección correcta y por lo tanto resumir la situación del siguiente modo: cree que se arrastra una cierta incertidumbre, a la que llama de largo plazo en relación al tamaño de las holguras y a la capacidad productiva de la economía. Hace presente el señor Ministro que, en reuniones pasadas, él ha argumentado con una cierta cuota de prudencia dado lo que él lee como una cierta incertidumbre en este plano. Menciona, que de la última reunión a la fecha, esto ya se ha dicho y él solamente lo está reiterando. En este aspecto, estima que debe añadir dos nuevas incertidumbres. La primera tiene que ver con el curso de la actividad, en especial la cifra del mes de mayo y aquí se suma a lo dicho en esta Reunión. Menciona lo que todos ya saben y es el hecho de que abril fue inesperadamente malo y parece prematuro deducir de ello una tendencia, pero piensa que hay que estar abierto a la posibilidad de que esto constituya una tendencia y por lo tanto, de nuevo una cierta cuota de prudencia parece adecuada. Señala el señor Ministro de Hacienda que, la segunda incertidumbre obviamente es el giro en el escenario internacional que aparece más turbulento, más inestable y con un efecto en los países emergentes mayor del que uno habría supuesto hace unos meses. En este aspecto, el señor Ministro menciona que estos tres factores de incertidumbre llaman a la cautela llegado el momento de fijar las variables claves de la política monetaria. Asimismo, indica el señor Ministro que en cuanto al comportamiento del tipo de cambio, el documento distribuido habla de una depreciación del tipo de cambio real de aproximadamente 3% en el horizonte desde la última reunión y, la cifra que el señor Presidente del Banco ha entregado muchas veces y que ha estado un 3% bajo el promedio durante los últimos diez años. Por lo tanto indica, que se está más o menos en el promedio de los últimos diez años y cree que corresponde leer eso como una buena noticia. Le parece que, el único factor de riesgo asociado al tipo de cambio es el que tiene que ver con el efecto inflacionario, pero eso se suma a lo que mencionó la Gerencia de División Estudios en cuanto a que dado el aparente comportamiento de la actividad, el riesgo de presiones inflacionarias de segunda ronda, más allá del impacto inicial en los combustibles y en otras variables parecen muy bien acotados. En consecuencia, señala el señor Ministro que no le parece que el comportamiento del tipo de cambio constituya un factor de riesgo en materia de inflación, y concluye señalando que no le parece que existan argumentos para apretar en este momento la política monetaria y además, también cree adecuado el argumento de que hay una opción y un valor de opción asociado a esperar en este momento a la espera de mayores antecedentes.

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

42



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Consejero señor Enrique Marshall agradece al staff el material preparado para esta reunión. Agrega el señor Consejero que los antecedentes que le parecen relevantes para adoptar una decisión en esta oportunidad, son los siguientes:

El panorama económico sigue siendo en general favorable, pero han surgido novedades que requieren un seguimiento.

El escenario externo aparece marcado por una creciente preocupación por la inflación y por expectativas de ajuste al alza en las tasas de interés en los principales bloques económicos. Señala el señor Consejero, que ello ha generado incertidumbre y volatilidad en los mercados financieros a nivel global. Por su parte, los mercados bursátiles han experimentado correcciones a la baja, los premios por riesgo soberano han aumentado, especialmente para países con fundamentos más débiles, y las monedas de las economías emergentes han tendido a depreciarse.

Agrega también que, los mercados de los metales también han sentido los efectos de este escenario de mayor incertidumbre. El precio del cobre ha revertido en parte importante el alza que había acumulado en el transcurso del año. El precio del petróleo se ha mantenido en niveles altos y observando siempre su característica volatilidad y éste sigue siendo un importante factor de riesgo a nivel global.

En el ámbito interno, señala el Consejero señor Enrique Marshall, una importante novedad es la significativa depreciación del peso observada en el curso de las últimas semanas. Le parece que, los factores detrás de este movimiento son principalmente externos y deben ser monitoreados, considerando todos sus potenciales efectos sobre la economía interna.

Las condiciones financieras siguen siendo en general expansivas, pero muestran señales de atenuación. Los rendimientos exigidos a los títulos largos suben algunos puntos base. Las tasas de interés cobradas a los clientes incorporan el alza en el costo de fondos. Los agregados monetarios y crediticios mantienen tasas de crecimiento elevadas y estables, pero sus velocidades de expansión muestran alguna disminución.

Hace presente que, siempre en el plano interno, otra novedad importante ha sido el débil Imacec del mes de abril. Menciona que si bien se había anticipado una desaceleración transitoria de la actividad real, la cifra estuvo por debajo de lo esperado. Lo señalado, indica el señor Consejero, ha generado incertidumbre sobre la trayectoria de la economía.

La demanda agregada se desacelera, en línea con lo que se había anticipado. El componente inversión se ajusta más de lo esperado, en tanto el componente consumo parece seguir más de cerca la trayectoria proyectada. Los antecedentes disponibles, aún muy parciales, sugieren una cierta acumulación de existencia que debe ser monitoreada.

El mercado laboral continúa mostrando una positiva evolución y se destaca, en especial, la vigorosa expansión del empleo asalariado. Agrega que, el costo de la mano de obra se expande a tasas algo elevadas, pero dentro de rangos acotados. Menciona que, en el último mes, la tasa de variación anual, que venía descendiendo, volvió a crecer levemente. Si bien el comportamiento de las remuneraciones es en general concordante con la evolución del mercado laboral y con prácticas habituales de reajuste, requiere un atento seguimiento.

Señala el Consejero señor Enrique Marshall que en materia de inflación, las cifras de mayo estuvieron dentro de lo previsto para el IPC y algo por debajo para los indicadores subyacentes. Las proyecciones para los próximos meses se han ajustado levemente al alza, como resultado de la depreciación del peso y las proyecciones de mediano plazo no han cambiado, pero el riesgo de posibles desviaciones ha aumentado. En cuanto a las

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 94
Política Monetaria
15.06.2006 19.-

expectativas de inflación, las distintas medidas indican que éstas se mantienen ancladas en torno al 3%.

En suma, le parece que las condiciones económicas siguen siendo favorables, pero se observan algunos desarrollos que introducen una importante dosis adicional de incertidumbre sobre la trayectoria de la economía. En este contexto, cree que la opción de hacer una pausa en esta reunión parece la más atendible.

Asimismo, considerando el nivel ya alcanzado por la tasa de interés y los desarrollos comentados, parece prudente efectuar una detención que permita acumular mayores antecedentes sobre la evolución de la economía.

Señala el señor Consejero, que esta decisión no implica un cambio en la estrategia general de gradual normalización de la política monetaria, que mantiene su plena validez y vigencia. Reconoce sí que se ha entrado en una etapa donde los ajustes de tasa pueden perfectamente distanciarse más en el tiempo. Indica el Consejero señor Marshall que esto es algo asumido por el mercado que espera una pausa en esta reunión y un número muy acotado de ajustes en lo que resta del año.

En virtud de lo señalado, vota por mantener la tasa de política monetaria en su actual nivel de 5%.

El Consejero señor Manuel Marfán, agradece el análisis del staff. Señala el señor Consejero que aunque la coyuntura externa parece más confusa que hace un mes, hay ciertos desarrollos que no debieran sorprender. El precio del cobre sigue siendo sorprendentemente elevado, a pesar de la caída reciente que, por lo demás, está en línea con el escenario central del último IPoM. Le parece que el deterioro en las condiciones financieras externas no impide considerar que éstas sigan siendo favorables, y que a lo más ha aumentado la probabilidad del escenario de riesgo contemplado en el IPoM, en el sentido que se adelante la normalización de esas condiciones financieras externas.

Agrega el Consejero señor Marfán que, el precio internacional del petróleo no ha mostrado un comportamiento que sorprenda; sólo el precio de la gasolina se ha elevado de manera sorpresiva, pero lo más probable es que se normalice en un plazo breve.

Destaca el Consejero señor Marfán que los vaivenes en las Bolsas y tipos de cambio de las economías emergentes parecen ser más bien un rebote frente a desalineamientos previos. Desde esta perspectiva, no le parece conveniente alterar el escenario central para la economía internacional. La coyuntura externa más confusa, a la que se hizo referencia, parece tener que ver más bien con una mayor varianza en torno al escenario central, es decir, una mayor probabilidad en los escenarios de riesgo, gatillado especialmente por el cambio de expectativas inflacionarias en los Estados Unidos de América. Con todo, cree que el escenario externo actual sigue siendo ampliamente favorable para la economía chilena.

El escenario interno también aparece más confuso, a pesar del movimiento en algunas variables que están dentro del escenario central. Señala el señor Consejero que se aprecia una normalización de la formación bruta de capital fijo y del consumo de bienes durables como cabía esperar. Agrega que la desaceleración del primer trimestre fue seguida de un Imacec de abril fuertemente afectado por el número de días trabajados. Sin embargo, piensa que no hay evidencia en contra de la hipótesis de que las brechas continuarán convergiendo a su nivel normal.

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

Por otra parte, indica el Consejero señor Marfán que los últimos registros de la inflación, en todas sus medidas, se ubican marginalmente por debajo de lo proyectado. Cree que es evidente, sin embargo, que la normalización del tipo de cambio, más rápida que la prevista, adelantará algunas presiones inflacionarias contempladas en el escenario central, pero no al punto de alterar las proyecciones en el horizonte habitual de política. Lo más confuso, desde su perspectiva, es la sobrerreacción al cambio de las expectativas de tasas en el corto plazo en los Estados Unidos de América. Los excepcionales términos de intercambio de la economía chilena debieran atemperar los efectos de eventuales cambios en el escenario financiero externo.

Le parece al señor Consejero que aparte de las reverberaciones en el tipo de cambio nominal, no hay otros elementos que estén presionando los precios. Al igual que en el escenario externo, pareciera que lo que se está observando es una mayor varianza en torno al escenario central, un mayor riesgo, que elementos que lleven a modificarlo. Manifiesta el Consejero señor Marfán que en este cuadro, no parece conveniente a su juicio, que el Banco introduzca mayor confusión.

Finalmente, el Consejero señor Marfán señala que comparte con la Gerencia de División Estudios que las opciones a evaluar en esta oportunidad son mantener o elevar la tasa en 25 puntos base. Pero frente a un cuadro de confusión, le parece relevante hacer el análisis que se ha utilizado en otras oportunidades, respecto de cuál es el error que se puede cometer de irse por un escenario o por otro escenario o lo que llaman los econométricos, el error de tipo dos. A su juicio, el costo de eventualmente equivocarse manteniendo la tasa, es sensiblemente inferior al costo que se incurriría de elevar la tasa en esta oportunidad cuando lo correcto hubiera sido mantenerla. Por esta razón, principalmente, vota en esta oportunidad por mantener la tasa de política monetaria en el nivel actual. Por último, señala que no quiere terminar su presentación sin reiterar algo que señaló en la Reunión de Política Monetaria anterior, en cuanto a que un eventual desacople entre la tasa de interés de política monetaria en Chile, respecto de la de los Estados Unidos de América no debiera generar problemas en la economía interna, dado los excepcionales términos de intercambio que se están enfrentando, que se refieren principalmente a los efectos sobre el tipo de cambio que eventualmente ésta pudiera tener.

El Consejero señor Jorge Desormeaux, agradece el completo y esclarecedor informe de la Gerencia de División Estudios, con el cual coincide, de modo que alguno de sus argumentos se parecen.

Señala el Consejero señor Desormeaux que tal como se ha destacado previamente, en las últimas semanas se ha tenido un panorama macroeconómico con muchas novedades, pero con efectos contrapuestos sobre la trayectoria de la inflación futura.

Destaca el señor Consejero que, en el plano externo la mayor volatilidad financiera se ha traducido en ajuste de los precios de los activos financieros del mundo emergente, que hasta ahora se encuadra dentro de nuestro escenario central de proyecciones, pero es indudable que el riesgo de una desaceleración de la economía mundial ha aumentado.

En el plano interno estima que la actividad evidenció una desaceleración superior a la proyectada en el mes de abril y la información disponible sugiere que este resultado sería circunstancial, pero el riesgo de un menor crecimiento de corto plazo también ha aumentado.

En la misma dirección, la demanda interna muestra una desaceleración gradual tal como estaba previsto, pero la inversión se desacelera más rápido de lo anticipado. También señala que se encuentra en esta dirección la menor expansividad de las condiciones

h



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 94
Política Monetaria
15.06.2006 21.-

financieras, como resultado del aumento que han experimentado las tasas de interés de largo plazo. Sin embargo, la depreciación que ha experimentado el tipo de cambio en respuesta a este escenario de mayor volatilidad financiera internacional lo ubica casi 5% por encima de nuestro escenario central de proyecciones, lo cual apunta en la dirección opuesta.

Hace presente que el alcance de estos efectos contrapuestos parece ser levemente inflacionario en el corto plazo, pero ello podría cambiar si el *shock* externo resulta más severo y contractivo de lo previsto o si la desaceleración de la actividad interna resulta más duradera.

En suma, cree que el efecto conjunto de estos desarrollos es aún incierto y que ello se da en un contexto en que la inflación se encuentra dentro de la trayectoria esperada, la tendencia inflacionaria se ubica transitoriamente algo por debajo de lo previsto y las expectativas de inflación se mantienen firmemente ancladas.

Finalmente, el Consejero señor Desormeaux indica que la estrategia de reducción gradual del impulso monetario, que es coherente con nuestro escenario central, admite pausas periódicas y también pausas consecutivas. Agrega el señor Consejero que coincide con la recomendación de la Gerencia de División Estudios en el sentido de que el valor de la opción de esperar es muy alto en esta ocasión. Esto permitirá ganar tiempo para observar la evolución de estos desarrollos y su impacto sobre la inflación futura. Con ello, asimismo, el Banco Central tendrá mayor libertad para modificar su estrategia de ajuste gradual en cualquier dirección, si los acontecimientos así lo ameritan.

En consecuencia, señala que vota, por mantener la tasa de política monetaria en 5%.

El Vicepresidente señor José De Gregorio indica, que a diferencia de ocasiones anteriores, desde la última Reunión de Política Monetaria ha habido algunos cambios importantes tanto en el ambiente internacional como local que vale la pena revisar.

En primer lugar, señala el señor Vicepresidente que en la economía mundial se observa que el precio del cobre ha caído, pero a niveles que son más coherentes con nuestro escenario base. Sin embargo las turbulencias financieras externas podrían estar indicando que el ajuste de los precios de activos, los de balances globales y la desaceleración del crecimiento de la economía mundial se estarían iniciando. Le parece que aún es prematuro para determinar si esto es solo una sobrereacción del mercado o una corrección más persistente, lo que resultaría en un escenario internacional más adverso.

En segundo lugar, indica que en el ámbito interno las últimas cifras del Imacec fueron sorpresivamente débiles y era esperable un crecimiento menor, producto de menos días trabajados, pero ello no da cuenta de la magnitud del menor crecimiento de las cifras globales. Los antecedentes sectoriales permitirían argumentar que esto es sólo algo transitorio, pues la evolución de la actividad sigue dentro de los rangos de nuestro escenario central, pero tampoco se puede descartar que esto que está ocurriendo es una leve desaceleración del crecimiento. Estima el señor Vicepresidente, que nuevamente es aún prematuro contar con algún grado de seguridad sobre cuál de los dos fenómenos es el que está ocurriendo y, por ello, es necesario seguir acumulando antecedentes para ver cuan persistentes son las noticias de actividad que se han estado observando.

A lo anterior, el Vicepresidente señor José De Gregorio agrega, que se debe sumar que el tipo de cambio se ha depreciado algo por encima de lo que se hubiera esperado en el corto plazo y esto podría tener consecuencias inflacionarias, pero en la medida que responda a una corrección a fundamentales más consistentes con el largo plazo y al mismo

W



BANCO CENTRAL DE CHILE

tiempo dado lo acotado del coeficiente de traspaso del tipo de cambio inflación, es difícil pensar que esto vaya a representar presiones inflacionarias que requieran de una respuesta de política monetaria.

Agrega el Vicepresidente señor De Gregorio que, a su juicio, el balance de las noticias más recientes es a reducir las presiones inflacionarias de corto plazo aunque dado lo reciente de los eventos esto sería en menor magnitud. De allí la importancia de esperar para disponer de más información que permita concluir si está ocurriendo un cambio de tendencia en la economía internacional en la línea de los ajustes más abruptos del escenario de riesgo de nuestro último IPoM.

Hace presente que todo lo anterior sugiere cautela y por lo tanto recomienda una pausa en los procesos de normalización de la política monetaria. Sin embargo, cree que también hay que evaluar el ritmo en que se ha venido retirando el impulso monetario, así como el momento en que se considere que se ha llegado a una situación relativamente neutral. Indica que es probable que las pausas sean más frecuentes que a lo que estábamos acostumbrados. Asimismo, expresa el señor Vicepresidente que, dada la coyuntura internacional y las condiciones externas, se hace relevante preguntarse cuál es la política monetaria neutral. Agrega que si bien la tasa neutral de largo plazo está muy por encima de la tasa actual, las condiciones de corto plazo sugerirían una tasa coherente con un impulso monetario neutral algo menor a la de largo plazo. Para esto le parecen particularmente relevantes los otros impulsos de demanda a que está sometida nuestra economía. Cree que usar la política fiscal y el impacto de aumento de los términos de intercambio apuntarían a un impulso de demanda muy contenido. Estima, que si bien nada justifica modificar nuestra estrategia de retiro pausado del impulso monetario, es prudente evaluar las dosis de este proceso, algo que habrá que ir viendo en las siguientes reuniones.

En resumen, el Vicepresidente señor De Gregorio cree que hay que estar particularmente atento a los posibles cambios de tendencia en el escenario macroeconómico, en especial, respecto al escenario externo. El contexto de incertidumbre actual, considerando las perspectivas inflacionarias es consistente con nuestra meta. Agrega que cree que este es un buen momento para realizar una pausa y mantener la tasa de política monetaria en 5% y por lo tanto, vota en tal sentido.

El Presidente señor Vittorio Corbo, señala que en el último mes se han acumulado importantes novedades, tanto en el escenario externo como en el interno. En el escenario internacional, los mercados financieros han experimentado un importante ajuste, especialmente los mercados accionarios y cambiarios. Este ajuste ha afectado también los precios de los bienes primarios y, en menor medida, a los premios por riesgo soberano. Señala el señor Presidente, que el ajuste se atribuye al progresivo retiro de liquidez en los países industriales y a expectativas de aumento de sus tasas de interés por encima de lo anticipado. Esto último como resultado de una aceleración de la inflación en Estados Unidos de América y, en menor medida en Europa. Indica el señor Presidente que, los mercados que se han visto más afectados son de países emergentes, que habían experimentado un importante ingreso de inversionistas externos e importantes alzas en sus valoraciones, y las monedas de los países con significativos déficit en cuenta corriente.

Sin embargo, los fundamentales siguen siendo favorables, tanto en los países industriales como en los países emergentes, lo que hace pensar que esta corrección no debiera tener efectos mayores. Agrega el señor Presidente que vale la pena señalar que los riesgos asociados a estas eventuales correcciones se encontraban claramente identificados en los últimos IPoMs.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Hace presente el señor Presidente, que en la economía local, la principal noticia ha sido una cierta desaceleración del crecimiento por encima de lo anticipado, a juzgar por las cifras del último Imacec y por las importaciones de maquinarias y equipos del mes de abril. Sin embargo, le parece importante indicar que el bajo crecimiento anual del Imacec de abril estuvo en parte afectado por menores días trabajados y por problemas puntuales en la industria. El favorable entorno externo y el sólido crecimiento del empleo debieran seguir empujando el crecimiento del consumo privado, mientras que la inversión en maquinaria y equipos habría experimentado una cierta recuperación después de la fuerte caída en doce meses que experimentó en abril. Sin embargo, cree que es necesario observar las cifras de los meses venideros para poder calibrar de mejor forma el verdadero dinamismo que tiene la economía. No se puede descartar tampoco que la mayor incertidumbre externa termine por afectar las expectativas y el crecimiento.

Señala el Presidente, señor Corbo, que en cuanto a la inflación, el registro de inflación subyacente del mes de mayo resultó menor a lo proyectado y las expectativas de inflación se mantienen bien ancladas en torno al centro del rango meta. No obstante, hacia adelante se aprecian dos factores que empujan en sentido opuesto, cuyo efecto neto sobre las proyecciones de crecimiento e inflación, requiere tener tendencias más claras, las que se van a ir conociendo cuando se reduzca la volatilidad reciente. De un lado la depreciación actual del peso y el mantenimiento de elevados precios del petróleo repercuten en los precios internos de los combustibles y en las tarifas reguladas, presionando la inflación al alza, y de otra parte, la desaceleración del crecimiento, de resultar más persistente, reduciría la presión sobre las brechas de capacidad y, por esta vía, contribuiría a reducir las presiones inflacionarias.

Indica el señor Presidente, que aunque la política monetaria sigue siendo expansiva, dada la incertidumbre con respecto a cómo continuará desarrollándose el entorno externo, lo recomendable es mantener la tasa a la espera de mayor información, antes de continuar el proceso de normalización de la política monetaria descrito en el último IPoM. Por lo anterior, su voto también es por hacer una pausa esta vez, manteniendo la tasa de política monetaria en 5%.

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

94-01-060615 – Tasa de Política Monetaria.

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

Comunicado

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

El entorno externo relevante para la economía chilena sigue siendo favorable, pese a que en las últimas semanas las condiciones financieras que enfrentan las economías emergentes se han tornado menos ventajosas. En este contexto, tanto las bolsas como las monedas se han ajustado a la baja, mientras que los premios por riesgo soberano han aumentado levemente. El precio del cobre se ha corregido a la baja relativamente rápido, pero se mantiene en niveles altos.

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

La información disponible sigue apuntando a que la demanda interna está moderando su tasa de crecimiento, en línea con lo proyectado en el último Informe de Política Monetaria. El crecimiento de la actividad de abril se ubicó por debajo de lo esperado, aunque hasta ahora la evidencia sugiere que detrás de ello no habría factores persistentes. El empleo continúa creciendo a tasas elevadas, especialmente el asalariado. Las condiciones financieras internas siguen siendo expansivas, aunque en menor grado que en meses pasados.

La inflación del IPC ha seguido con una trayectoria dentro de lo previsto en el último Informe de Política Monetaria. La inflación del IPCX1 (que excluye combustibles, perecibles y algunos servicios regulados) ha disminuido recientemente, al igual que otros indicadores de la tendencia inflacionaria, mientras las distintas mediciones de expectativas de inflación continúan bien ancladas en torno a 3%. Si bien los precios de los combustibles han seguido aumentando, otras presiones de costos parecen bien contenidas.

Esta decisión de mantener inalterada la TPM es coherente con la estrategia de normalización pausada de la política monetaria. Ella no modifica la evaluación del Consejo de que, en el escenario más probable, siguen siendo necesarios incrementos adicionales de la tasa de interés en meses venideros para alcanzar una 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 17.50 horas.

JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Vicepresidente

VITTORIO CORBO LIOI
Presidente

MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Consejero

ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero

ANDRÉS VELASCO BRAÑES
Ministro de Hacienda

MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe