



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 90 celebrada el 16 de marzo de 2006

En Santiago de Chile, a 16 de marzo 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 Política Financiera, don Luis Óscar Herrera Barriga;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva;
Gerente de Información e Investigación Estadística,
don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente de Comunicaciones Interino, don Carlos Arriagada Olmos;
Jefe Departamento Operaciones Mercado Abierto, don Jorge Pérez Etchegaray;
Jefe Departamento Análisis de Coyuntura, don Enrique Orellana Cifuentes;
Asesor del Ministro de Hacienda, don Luis Felipe Céspedes Cifuentes;
Secretaria Ejecutiva Gabinete de la Presidencia, doña Cecilia Feliú Carrizo;
Economista Senior Gerencia de Investigación Económica,
don Claudio Soto Gamboa; y
Doña María Eugenia Urrutia Thomas de la Secretaría General.

El Presidente señor Vittorio Corbo, da la bienvenida a don Andrés Velasco Brañes, nuevo Ministro de Hacienda, y le manifiesta que espera tengan un intercambio tan fructífero como el que se ha mantenido hasta la fecha con su Ministerio, a fin de cumplir con el objetivo constitucional que le compete al Banco Central de Chile.

A continuación el señor Presidente fija la fecha de la Sesión de Política Monetaria del mes de septiembre de 2006, para el día 7 de ese mes.

El Presidente señala que, como es habitual, se dará inicio al informe económico y financiero que presenta la Gerencia de División Estudios.

El Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido, señala que esta es la última Sesión de Política Monetaria en la que participará el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Pablo García Silva, y quiere aprovechar de agradecerle su participación en estas reuniones y manifestarle que ha sido muy grato compartir el trabajo con él.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 90
Política Monetaria
16.03.2006 2.-

El Presidente señor Vittorio Corbo, a nombre del Consejo, se suma a este agradecimiento y manifiesta que don Pablo García ha efectuado una importante contribución en el período que le correspondió atender esta materia y que espera lo haga de igual o mejor forma en la Gerencia de Estabilidad Financiera, cargo que asumirá el próximo 1° de abril.

Al mismo tiempo, el señor Presidente da la bienvenida a don Jorge Pérez Etchegaray, quien asiste invitado a la reunión en representación de la Gerencia de División Operaciones Financieras, y a don Luis Felipe Céspedes Cifuentes, recién nombrado Asesor del Ministro de Hacienda.

A continuación el señor Presidente ofrece la palabra a don Pablo García Silva, para que inicie la exposición.

Exposición

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Pablo García señaló que la marcha de la economía continúa bastante en línea con el escenario de corto plazo delineado en el IPoM de enero. El entorno externo sigue muy favorable, la actividad se expande a un ritmo sobre su tendencia y el crecimiento anual de la demanda interna en el primer trimestre se está moderando a una velocidad algo más lenta y desde un nivel mayor al previsto, aunque la inversión lo hace algo por debajo. Agregó que el empleo asalariado sigue creciendo con fuerza, mientras la confianza de consumidores y empresas se mantiene en niveles optimistas. La inflación anual del IPCX1 se ubica dentro de lo esperado y la del IPC continúa marginalmente por encima del techo del rango meta. Las condiciones financieras se mantienen expansivas, aunque destacó el incremento de las tasas de interés de créditos en pesos a personas y empresas.

En el ámbito externo el conjunto de noticias indicó que se mantienen las favorables condiciones para la economía chilena, incluso postergándose en el tiempo la esperada convergencia hacia un escenario considerado más normal. Por el lado del crecimiento mundial, las novedades apuntan a un mayor incremento para el 2006, con aumentos en la actividad proyectada para Estados Unidos de América y, en especial, Japón. Lo anterior, sumado a posibles mayores presiones inflacionarias en las principales economías, ha llevado a expectativas de un aumento más rápido de las tasas de interés en estas economías, implicando también mayores tasas de interés en los bonos en Estados Unidos de América y la Zona Euro. Por ahora, en las economías emergentes su efecto se ha compensado parcialmente por una disminución de los premios soberanos. El precio del cobre sigue por encima de lo esperado. El precio del petróleo tuvo un comportamiento bastante volátil en el mes.

El señor Presidente interrumpe la sesión por diez minutos, para permitir el ingreso de un grupo de reporteros que tomará imágenes de los miembros del Consejo con el nuevo Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco. Una vez realizado este cometido, se reinicia la sesión con la exposición de don Pablo García, quien señala que durante el último mes, las condiciones monetarias no muestran cambios significativos. Las tasas de interés reajustables de largo plazo están en niveles similares a los vigentes al momento de la reunión pasada, y las tasas de crecimiento anual de los distintos agregados monetarios y crediticios no sufrieron cambios importantes, manteniéndose en niveles elevados. Sin embargo, el señor Gerente destacó el incremento de las tasas de interés de créditos a personas y empresas. En particular, las de consumo aumentaron 120 puntos base en febrero, ubicándose en niveles no vistos desde comienzos del 2003. El tipo de cambio real se ubica actualmente en niveles algo por encima de los observados hace un mes. En el transcurso de febrero, la paridad nominal se apreció hasta



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 90
Política Monetaria

16.03.2006 3.-

valores cercanos a \$ 515 por dólar, volviendo a situarse algo por sobre \$ 530 por dólar en lo más reciente.

La demanda interna se prevé que sigue disminuyendo su ritmo de crecimiento, aunque desde niveles que ahora se estiman mayores que hace un mes. Los indicadores parciales de consumo privado para el primer bimestre indican que las tendencias globales previstas se mantienen, esto es una desaceleración del fuerte crecimiento del componente durable y una mantención del habitual. La inversión, en cambio, pareciera estar desacelerándose de manera algo más pronunciada que la prevista. En cuanto al comercio exterior, las cuentas nacionales del 2005 y la información acumulada en el último mes redujeron el crecimiento estimado para el volumen de las exportaciones industriales en el trimestre en curso, revirtiendo la corrección al alza considerada el último mes.

En cuanto a la actividad, el cierre preliminar de las cuentas nacionales para el 2005 arrojó un crecimiento del PIB igual al considerado en el escenario base del IPoM de enero. Señala el señor García que, en enero destacó el crecimiento de la actividad industrial, el que siguió reafirmando la transitoriedad de la desaceleración de parte del tercer trimestre del año pasado. La actividad minera volvió a anotar caídas anuales, esta vez por la distribución de la producción hacia productos de menor valor agregado.

Respecto de los precios, en febrero la inflación del IPCX1 siguió en línea con el escenario base del IPoM de enero. Al mismo tiempo, la velocidad de expansión anualizada del IPCX1 se mantiene desde mediados del 2005 en cifras del orden de 3%. La inflación IPC, en cambio, volvió a sorprender en febrero, esta vez con una diferencia a la baja importante respecto de lo proyectado. Una vez más, el precio efectivo del petróleo y sus derivados fue la fuente principal de discrepancia. Respecto de los costos laborales, en enero la tasa de crecimiento anual de las medidas de CMO cayeron, comportamiento esperado dado el efecto sobre la base del 2005 del cambio legal en la jornada. El incremento en doce meses de los CLU, por el contrario, volvió a aumentar, situándose cercano a 3%, reflejo del sostenido crecimiento del empleo asalariado y su efecto en la productividad.

Las expectativas de mercado que se deducen para la TPM a partir de la curva forward disminuyeron levemente en el mes, esperándose que a julio la TPM se ubique en 5,25%. Para fines de año, se prevé una TPM de 5,6% (5,8% el mes pasado). Un panorama similar señala la EEE, con una mantención de la TPM este mes y una tasa en 5,5% a fines de año. La compensación inflacionaria se mantuvo en torno a 3% en el curso del mes, aunque con movimientos pequeños en sus distintos plazos. Las encuestas a mesas de dineros tampoco tuvieron cambios relevantes y la inflación esperada en la EEE bajó marginalmente para fines de año, mientras a dos años sigue en 3%.

El Presidente ofrece la palabra respecto de la presentación del informe efectuada por el Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García.

En materia internacional, el Consejero señor Manuel Marfán, señaló que hace unas reuniones atrás, se solicitó que, si era posible, se realizara un análisis de los saldos en cuenta corriente. Al respecto, indicó que se ha incorporado bien lo de Estados Unidos de América, siendo útil ver que en ello existe una fuente de desequilibrio. Sin embargo, agregó que percibe que existe un problema también con otros países, ya que en ellos lo único que se revisa es qué dicen los mercados cambiarios, o la relación entre el mercado financiero respecto del citado mercado cambiario, pero no se tiene una percepción de si hay o no desalineamientos de paridades. En opinión del Consejero señor Marfán, si Estados Unidos de América percibe que tiene algún desalineamiento de su tipo de cambio real producto de la trayectoria de su cuenta corriente, tiene que haber una contrapartida equivalente en el resto del mundo



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 90
Política Monetaria
16.03.2006 4.-

equivalente. Relacionado con lo anterior, agregó que si algún país tiene un desalineamiento en la misma dirección que Estados Unidos de América o más grave aún, en su opinión, se trataría de un escenario grave, ya que la probabilidad de que tenga un ajuste brusco es mayor. Al respecto, señaló que le preocupa especialmente que nuestro país se compare con países productores de *commodities*, tales como Canadá, Australia o Nueva Zelanda. En tal sentido, indicó que Nueva Zelanda, con un *boom* de términos de intercambio al igual que Chile, tiene un déficit de cuenta corriente de 8% del PIB. Al respecto, hizo presente que si lo anterior no converge, se trataría de un elemento que el Banco Central de Chile, en circunstancias especiales, debería también considerar en sus análisis, ya que no le gustaría que Nueva Zelanda sea un referente para Chile con esos números.

En materia de riesgos en la actividad económica mundial, el Consejero señor Jorge Desormeaux señaló que quisiera saber si la fuerte expansión del consumo en Estados Unidos de América tuvo mucho que ver con alzas en los precios de las viviendas, ya que los mismos han comenzado a disminuir. Agrega que, en su opinión, no habría que descartar que podamos presenciar una desaceleración en el futuro algo más fuerte.

Al respecto, el Presidente señor Vittorio Corbo señaló que la actividad económica mundial ha estado mucho mejor de lo que pensábamos, fortaleciéndose después de un muy buen año 2004, un buen 2005, y un año 2006 que también se ve bueno. Agrega, que en este buen escenario el precio del cobre se ha mantenido mucho más alto de lo pensado, por lo que los mercados han comenzado a anticipar que lo anterior se va a mantener por un tiempo mucho más largo y sin cambios. Hizo presente, en todo caso, que la contrapartida de lo antes expuesto corresponde al petróleo donde el riesgo sigue siendo fuerte, considerando que el mercado está muy apretado y cualquier mala noticia puede generar un *shock* al alza. Por otra parte, agregó el señor Presidente, que el escenario financiero continúa bastante favorable, aunque ya todos los países se encuentran en el ciclo de aumentar tasas. Señaló que, incluso en Estados Unidos de América y en Europa, se cree que la tasa puede subir un cuarto de punto más de lo que pensábamos hace 45 días atrás. Sin embargo, hizo presente que los riesgos están presente y que lo indicado por el Consejero señor Jorge Desormeaux corresponde a un riesgo. Señaló que, además del riesgo por el precio del petróleo, hay que considerar que en los Estados Unidos de América se está viendo un aplanamiento en los precios de las viviendas, destacando que incluso el precio de la mediana está cayendo, lo que puede tener un efecto en el consumo.

Al respecto, el Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco consultó sobre la forma como el Banco pondera los siguientes tres riesgos. El primero, corresponde al mencionado por el Consejero señor Desormeaux. El segundo, es el riesgo de un ajuste brusco en la cuenta corriente de Estados Unidos de América. Por último, el tercer riesgo dice relación con el impacto en los flujos de capital para los países emergentes de un ajuste más brusco de lo anticipado. En tal sentido, señala que le gustaría saber cuáles son las probabilidades subjetivas u objetivas que el Banco le asigna a cada una de ellos.

Respondiendo la consulta del señor Ministro, el Gerente de División Estudios, señor Rodrigo Valdés, señaló que se trata de una pregunta difícil y que podría no tener respuesta, ya que se podría entrar en probabilidades casi imposibles de asignar. En su opinión, en el caso de las cuentas corrientes el análisis es aún más complejo, ya que en el evento varias cosas podrían suceder. Señaló que sabemos que probablemente el dólar se deprecie bastante, y que las tasas de interés suban, pero que el flujo de capital se tiene que ir a otra parte, y probablemente, si Latinoamérica se ve relativamente ordenado, puede terminar con un buen

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 90
Política Monetaria

16.03.2006 5.-

financiamiento y no tenga un efecto financiero muy grave. Agrega que si es desordenado el ajuste de cuentas corrientes y la actividad se reciente, el panorama podría ser peor.

Por su parte, el Vicepresidente señor José De Gregorio señaló que hay un aspecto que todavía trata de entender bien en el escenario. Indicó que, aparentemente, lo que percibe es que las perspectivas globales de crecimiento han mejorado algo, lo que parece razonable. Sin embargo, agregó que hay que mirar los riesgos y sobre todo ponderarlos para la economía chilena y su evolución. En tal sentido, destacó que el precio del petróleo puede quedarse más alto, lo que constituye un riesgo para el nivel de actividad mundial. Asimismo, reiteró el riesgo antes mencionado por el Consejero señor Desormeaux, como también los riesgos por el lado del consumo. En el mismo sentido, agregó que lo anterior se encuentra pendiente del ajuste de la cuenta corriente lo que, en su opinión, de no tratarse de un escenario brutal, estaría relativamente optimista porque ayudaría a la apreciación del dólar, al precio del cobre, y al flujo de capitales, señalando que lo expuesto fue lo que se observó a principio de los 90. De esta manera, agregó el Vicepresidente señor De Gregorio, así como cuando se intenta balancear todo, hay también algo marginalmente mejor en el mundo, pero compensado en valor esperado en cierta medida con algo más de peso a la parte negativa, como es el caso del petróleo.

El Gerente de División Política Financiera señor Luis Óscar Herrera, señaló que el último riesgo que mencionó el señor Ministro de Hacienda, corresponde al riesgo de un ajuste en el precio de los activos emergentes. Al respecto, indicó que para hacer el análisis de valoración para el Informe de Estabilidad Financiera, se revisan múltiples comentarios y análisis, tales como los del BIS, el Global Financial Security Report, todos los cuales se preguntan sobre la sustentabilidad de este *rally* en el precio de los activos de las economías emergentes, las oportunidades, y sobre cuánto de ello es búsqueda de retornos adicionales.

El Consejero señor Manuel Marfán señaló que el Banco efectúa un balance de riesgo de nuestro escenario en el IPoM, y agregó que, por tal razón, quería recordar cuál era el balance de riesgo que señalaron en dicha oportunidad; y señaló también que el escenario central no considera un ajuste abrupto de la cuenta corriente de Estados Unidos de América. En el balance de riesgo se señala que esto puede ocurrir, pero que ese riesgo es más bajo que el que se consideró en el IPoM anterior. El señor Consejero agregó que dicho riesgo los tenía más asustados hace un año atrás que en enero pasado.

En relación con el Mercado Laboral, el Consejero señor Manuel Marfán preguntó sobre cuál es la tasa natural de desempleo asalariado, y justificó su pregunta por cuanto le interesa el nivel de empleo respecto a la tasa natural. Al respecto, agregó que un aumento fuerte del empleo asalariado, sustituyendo el empleo por cuenta propia, no es necesariamente inflacionario sino que, por el contrario, debería elevar la TPF. Al respecto, el Presidente señor Vittorio Corbo, agregó que también tiene repercusión en el gasto. El Consejero señor Manuel Marfán compartió lo indicado por el señor Presidente, y agregó que cuando se observan los mercados, uno mira por el lado de la oferta agregada y esta última no significa necesariamente una restricción de un aumento de los empleos asalariados mientras sea sustitución, respecto de los por cuenta propia, e incluso más, señaló que se debería pensar que esa sustitución debería hacer aumentar la productividad y, por lo tanto, el producto potencial debería crecer más rápido. Lo anterior, si es que uno supone que el empleo formal es más productivo que el informal.

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 90
Política Monetaria
16.03.2006 6.-

Por su parte, y en relación con lo expuesto por el Consejero señor Marfán, el Presidente señor Vittorio Corbo señaló que también podría explicarse por los inmigrantes con menos habilidades que se están incorporando desde el mercado por cuenta propia al mercado asalariado. Al respecto, el Consejero señor Marfán señaló que lo anterior es posible, pero que lo que él plantea es que la productividad del que se incorpora es mayor. Advierte que no es su interés crear un conflicto en esta reunión, ya que se trata de un tema de investigación. Sin embargo, agregó que si al Banco, para efectos de análisis de la Curva de Phillips, le interesa el mercado del trabajo, la pregunta natural que se hace consiste en cuál es la tasa natural de empleo asalariado.

Al respecto, el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Pablo García, señaló que este tema surgió no solamente en la reunión pasada sino también en la reunión de expertos para la evaluación del PIB potencial. El señor Gerente indicó que la encuesta de asalariados de la Universidad de Chile tiene datos a contar del año 60, y que en términos gruesos no arrojaron ninguna diferencia significativa para el cálculo de la brecha.

El Consejero señor Manuel Marfán señaló que tiene la sensación que lo que estamos observando recientemente, corresponde a cambios estructurales sin que pueda descartarse una hipótesis en tal sentido, y agregó que desconoce si estamos midiendo el promedio. Señaló que se trata de un tema de investigación que, aún cuando no puede resolverse en esta ocasión, es relevante.

En cuanto a los costos laborales unitarios, el Consejero señor Manuel Marfán consultó si los costos laborales unitarios se calculan con el empleo asalariado. Al respecto, y ante la respuesta afirmativa del Gerente de Análisis Macroeconómico, el señor Consejero señaló que existiendo sustitución de empleo por cuenta propia por empleo asalariado, entonces lo que se está suponiendo es que hay una caída de la productividad de los asalariados y, por lo tanto, los costos laborales unitarios están creciendo más rápido por un problema puramente de construcción del número. Entonces, agregó que cuando se mide el producto potencial, todos los trabajadores son iguales - asalariados y no asalariados-. Sin embargo, cuando se realiza esta medición, resulta que no son iguales. Entonces, en su opinión, estaríamos en un problema. Indica que, el traslado de cuenta propia a asalariados tiende a aumentar la productividad y la manera como la medimos la tiende a reducir para efectos de nuestro cálculo de costos laborales unitarios, porque el denominador sube por una cuestión estadística. En consecuencia, señaló que tenemos que tratar de analizar cómo resolver la situación descrita. Concluye, señalando que no tiene la respuesta, pero que tenemos un problema.

El Presidente, señor Vittorio Corbo, suspende la Sesión a las 13:30 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° 90. El señor Presidente deja constancia que no se encuentra presente en la Sala el Ministro de Hacienda, señor Andrés Velasco B., quien ha excusado su inasistencia, en razón de las funciones de su cargo. En su representación, concurre la Subsecretaria de Hacienda señora María Olivia Recart Herrera.

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 90
Política Monetaria
16.03.2006 7.-

El señor Gerente de División mencionado informó lo siguiente:

1. En la reunión de política monetaria de febrero, el Consejo decidió, luego de dos pausas consecutivas, aumentar la tasa de interés en 25pb hasta 4,75% anual. En esa decisión se consideró que el entorno externo relevante para la economía chilena era muy favorable, las condiciones financieras internas seguían expansivas y la actividad continuaba creciendo a un ritmo por encima de su tendencia. Aunque se esperaba que la inflación anual continuara sobre 4% en el corto plazo, se mantenía la perspectiva de una convergencia hacia 3% en el curso de este año, coherente con el escenario central del último *Informe de Política Monetaria*.
2. Desde la última reunión, el panorama macroeconómico se mantiene bastante en línea con el delineado en el IPoM, aunque la revisión de cifras oficiales dificulta algo una evaluación precisa. Las novedades más importantes son las siguientes:
3. El panorama externo se ha vuelto incluso más favorable que el proyectado en el escenario central del *Informe*. El precio del cobre se mantiene elevado, han aumentado algo las perspectivas del ya alto crecimiento de la actividad mundial y las condiciones financieras para economías emergentes siguen siendo convenientes.
4. En el país, el crecimiento del PIB en 2005.IV alcanzó 5,8%, marginalmente más que el esperado con anterioridad, mientras las proyecciones para 2006.I se han elevado en tres décimas respecto del IPoM, sin cambios en su velocidad de expansión. La demanda interna habría crecido 2005.IV 10,1%, en torno a un punto por encima y a una velocidad de expansión significativamente mayor que las proyecciones previas, lo que en buena parte se explica por un mayor consumo. En 2006.I, la demanda interna estaría creciendo casi 8%, más de dos puntos por encima y a una velocidad mayor de las estimaciones previas. En todo caso, se mantiene el panorama de una moderación del ritmo de crecimiento de la demanda interna. Incluso la desaceleración de la FBCF estaría progresando algo más rápido que lo proyectado.
5. En el mercado laboral, la tasa anual de generación de empleos aumentó luego de varios meses de disminución, al igual que el número absoluto de empleos (desestacionalizado). El empleo asalariado sigue expandiéndose con vigor, mientras que la volatilidad del empleo por cuenta propia ha dominado la dinámica del empleo total. La tasa de desempleo desestacionalizada tuvo un nuevo aumento leve (hasta 8% desde el mínimo de 7,7% en octubre pasado). La tasa de crecimiento de los costos laborales unitarios sigue incrementándose, influida por el rápido crecimiento del empleo asalariado y salarios nominales que presentan una leve reducción en su tasa de crecimiento.
6. La expansividad de las condiciones financieras persiste, aunque en el último mes las tasas efectivas de colocación tuvieron un aumento significativo. La tasa de crecimiento del crédito y de los agregados monetarios se mantiene elevada. En términos reales, el peso se ha mantenido como hace un mes.
7. La inflación del IPC se ubicó en febrero bastante por debajo de lo esperado el mes anterior, fundamentalmente por la incidencia de bajas en combustibles y perecibles. La inflación IPCX1 estuvo muy cerca de lo proyectado, bastante en línea con el escenario del IPoM. Con esto, la proyección de inflación de corto plazo sigue algo por encima de la proyectada en el *Informe*, básicamente como consecuencia del escenario de mayores precios de combustibles. Las expectativas de inflación a distintos plazos se ubican en torno al centro del rango meta.



8. Con los antecedentes disponibles, las opciones que parecen plausibles para esta reunión son mantener o aumentar la TPM en 25pb.
9. Considerando que las novedades no parecen cambiar en lo fundamental el panorama macroeconómico discutido en los últimos dos meses, la estrategia de normalización pausada de la TPM sigue siendo la más adecuada. En efecto, la tendencia inflacionaria y las expectativas se ubican hoy en torno a 3%, las holguras que subsisten no son significativas y la economía continúa su dinámica de expansión por encima de su tendencia. Dado que la TPM se encuentra por debajo de niveles que se evalúan como neutrales, para mantener este cuadro de inflación y expectativas bien ancladas es necesario continuar retirando el estímulo monetario que persiste, trayectoria que también esperan los mercados. En esta reunión particular, considerando las novedades acumuladas y los cambios en la TPM decididos en meses pasados, tanto una pausa como un aumento parecen coherentes con esta estrategia.
10. Desde el punto de vista del escenario central, los argumentos a favor de aumentar la TPM incluyen la solidez del entorno externo (incluyendo la perspectiva de mayores tasas de interés), la ratificación de que la desaceleración de 2005.III fue en efecto transitoria, la mayor fuerza que estaría teniendo el consumo privado y el crecimiento que están mostrando los costos laborales unitarios. Por el contrario, argumentos para mantener son la desaceleración que presenta la inversión, el que las medidas y expectativas de inflación se encuentren bien alineadas con la meta, el comportamiento de los salarios y el aumento de las tasas de colocación. Ninguno de estos argumentos parece tener suficiente peso para determinar qué opción es más indicada.
11. Desde el punto de vista del análisis de riesgos, hay varios que podrían favorecer la opción de aumentar la TPM hoy. Adelantar ("front load") ajustes que se espera realizar en el futuro permite mitigar el riesgo de tener que realizar ajustes más abruptos después. En particular, a los riesgos de que no se materialice la disminución esperada en el precio del petróleo y del cobre, se suman en esta oportunidad las renovadas preocupaciones por la inflación global e, internamente, la dinámica del consumo privado, que en la medida que continúe, generaría una mayor presión inflacionaria futura. Cabe notar que algunas medidas de la tendencia inflacionaria futura han continuado aumentando (en particular el IPCF12-24). Como se ha discutido en otras reuniones, la inesperada persistencia de los elevados precios del cobre podría implicar un mayor ajuste hacia arriba del precio de largo plazo de este metal y la consiguiente expansión del gasto de gobierno el 2007 (con un efecto cambiario que mitigaría en algo los efectos inflacionarios del mayor gasto).
12. Sin embargo, adelantar ajustes también impone algunos riesgos. Además de que no se materialicen los riesgos que de partida motivan una acción de política preventiva, una nueva alza consecutiva de la TPM podría exacerbar el alza de tasas de colocación y/o el ajuste que está teniendo la inversión.
13. Por último, desde el punto de implementación de una estrategia de normalización pausada, la mantención parece más fácil de justificar que el alza. Pasar de dos pausas consecutivas a dos alzas consecutivas podría ser considerado incoherente con esta estrategia, e incluso dar cuenta de un cambio en el escenario macroeconómico. Esto se exagera considerando que, en su mayoría, las expectativas de los participantes de mercado y analistas para esta reunión son de mantención. Además de estos problemas de comprensión de la medida, un alza, por ser inesperada, podría tener un efecto notorio en la estructura de precios financieros.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 90
Política Monetaria
16.03.2006 9.-

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

El Consejero señor Manuel Marfán solicita la palabra y manifiesta que en la mañana fue especialmente duro con el Gerente de División Estudios y que quiere disculparse públicamente, ya que los agravios públicos se disculpan en público, y requiere que se deje constancia en Acta de estas disculpas. Solicita además a la señora Subsecretaria de Hacienda que lo anterior lo comunique al señor Ministro.

El Gerente de División Política Financiera, señor Luis Óscar Herrera coincide en que las noticias recientes, respecto de la marcha de la economía mundial y nacional han sido positivas, aunque levemente sesgadas hacia un mayor impulso de la demanda agregada y eventualmente de la inflación. Sin embargo, señala que la información acumulada a la fecha es insuficiente para modificar el panorama macroeconómico que se ha venido discutiendo en las últimas reuniones de política monetaria.

En estas circunstancias, agrega el señor Herrera, la estrategia de restar impulso en forma pausada a la política monetaria continúa siendo recomendable. El mercado estima tres o cuatro correcciones adicionales en el año, trayectoria que parece adecuada con la información disponible a la fecha. Asimismo, la gran mayoría del mercado espera una pausa en esta oportunidad, considerando que la TPM se ajustó al alza en la última reunión. En esta oportunidad, señala que se inclina por la alternativa de mantener la TPM en 4,75%, pero anticipando que en una próxima oportunidad será necesario continuar el proceso de normalización gradual de la política monetaria.

El Presidente, señor Vittorio Corbo, señala que no se puede tomar compromisos para la próxima reunión, pero la señal está clara.

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

El Consejero señor Enrique Marshall, señala que en primer lugar, como siempre, agradece al staff los informes preparados para esta reunión, como así también los análisis y elaboraciones que nos han presentado. Destaca los antecedentes que le parecen relevantes para tomar una decisión en esta oportunidad, y señala que, en general, la evolución económica no ha deparado grandes sorpresas y se ha presentado bastante en línea con lo previsto. Las condiciones externas siguen siendo auspiciosas para nuestra economía, teniendo en cuenta el crecimiento de la economía mundial, los términos de intercambio, la liquidez internacional y el costo del financiamiento. Sin embargo, las perspectivas de mayor crecimiento en las economías industrializadas y el incremento de los riesgos inflacionarios han hecho pensar en ajustes más rápidos en las tasas de interés en esas economías, con los consiguientes efectos en el escenario internacional.

Agrega que, un factor de preocupación no despejado es la evolución del precio del petróleo. En tal sentido, señala que en los meses pasados, éste ha experimentado una alta volatilidad lo que ha reforzado la incertidumbre sobre su comportamiento futuro.

W



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 90
Política Monetaria
16.03.2006 10.-

En el ámbito interno, las condiciones financieras siguen siendo expansivas. Las tasas de interés, no obstante los ajustes efectuados en el último tiempo, aún no alcanzan niveles de neutralidad. Los agregados monetarios crecen a tasas de dos dígitos y el crédito bancario se expande en una tasa del orden del 17%. Sin embargo, ya es posible advertir un traspaso a los ajustes de tasas a las cobradas tanto a las personas como a las empresas. Indica que este crecimiento de los agregados crediticios comparables sólo con los observados hasta antes de 1997, debe ser materia de una especial atención del próximo informe de estabilidad financiera.

El Consejero señor Enrique Marshall, señala que la demanda interna parece seguir, en general, la desaceleración prevista. En todo caso, el consumo privado continúa mostrando un crecimiento vigoroso, que se relaciona con el optimismo que reflejan las encuestas de expectativas, la evolución del mercado laboral y las favorables condiciones de acceso al crédito.

La actividad crece por sobre su nivel de tendencia y queda atrás la desaceleración del tercer trimestre del año pasado. En lo que se refiere a la inflación, las cifras recientes han estado por debajo de lo anticipado. No obstante ello, y tal como se anticipaba, la variación anual del IPC ha permanecido transitoriamente por sobre el rango meta. Sin embargo, los indicadores de tendencia continúan mostrando una convergencia hacia los valores centrales del rango meta en el mediano plazo y las expectativas permanecen ancladas. Los costos laborales se expanden a tasas más altas que en el pasado, lo que resulta concordante con la evolución de la actividad y del empleo, en particular, del empleo asalariado. No obstante, los incrementos observados permanecen acotados.

El tipo de cambio ha tenido fluctuaciones, pero en promedio no se ha movido significativamente. En suma, el escenario económico no muestra cambios importantes y por tanto, lo que corresponde es seguir aplicando la estrategia de normalización gradual de la política monetaria.

Señala que, en principio, las opciones de subir la tasa en 25 puntos base y de mantenerla en su actual nivel le parecen admisibles y concordantes con la estrategia señalada. Sin embargo, el patrón de ajuste aplicado en el último tiempo ha contemplado alzas de 25 puntos con interrupciones o pausas con el objeto de dosificar adecuadamente el retiro del impulso monetario.

En las actuales circunstancias resulta recomendable mantener ese patrón. Considerando que la tasa se ajustó en la reunión de febrero pasado, la opción de mantener la tasa en su actual nivel parece entonces la más adecuada. Por cierto, ésta debe entenderse como una pausa transitoria, porque la normalización de la política monetaria debe proseguir necesariamente los próximos meses, siguiendo el mismo patrón señalado u otro que contemple ajustes más rápidos si fuese necesario. En su opinión, este es un punto que debería quedar claro en el comunicado.

La pausa, en esta oportunidad, es esperada mayoritariamente por el mercado y también es plenamente concordante con las expectativas hacia fines de año. La opción alternativa de subir la tasa en 25 puntos, nos protege de los ruidos de eventuales cambios significativos en el escenario económico, pero podría inducir a pensar que cambios de esta naturaleza ya se han producido, lo que no parece estar avalado por la información disponible en estos momentos. En virtud de todo lo señalado, su voto es por mantener la tasa de política monetaria en su actual nivel de 4,75%.

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 90
Política Monetaria
16.03.2006 11.-

El Consejero señor Manuel Marfán agradece el análisis del staff. Indica que en términos gruesos la coyuntura actual se enmarca dentro del escenario central contemplado en el último IPoM. En lo externo, se confirma que el menor crecimiento observado en las anteriores cifras de los Estados Unidos de América fue transitorio. Las perspectivas de crecimiento mundial han mejorado en el margen respecto de la Reunión de Política Monetaria anterior, más allá de lo señalado para los Estados Unidos de América. Los precios internacionales del cobre y del petróleo, en tanto, mantienen una tendencia alcista por sobre el escenario central. Sin embargo, aún no se ha acumulado evidencia que llegue a corregir los precios de mediano plazo al cual se espera que converjan, especialmente el del petróleo.

El escenario interno también ha estado en lo grueso dentro de lo previsto. La evidencia reciente confirma la hipótesis que la desaceleración del segundo semestre del 2005 fue transitoria, mientras el gasto interno se ha desacelerado aún más, aunque más en la inversión que en el consumo.

La inflación de febrero estuvo por debajo de lo esperado hace un mes, aunque por factores que se perciben como transitorios. A pesar de la reciente alza inesperada de las gasolinas, en lo interno hay evidencias que permiten sustentar la hipótesis que su precio convergerá rápidamente al contemplado en el escenario central. Agrega que, por ahora, las expectativas a mediano plazo permanecen bien ancladas y no se aprecian razones para corregir el escenario central.

El Consejero señor Manuel Marfán, señala que coincide con la exposición de la División Estudios, respecto de las opciones para esta reunión. La información acumulada, la confirmación del grueso del escenario central y la percepción actual de los riesgos, pueden sostener tanto una pausa, como un alza de 25 puntos base en esta ocasión. A favor de esta última, cabe señalar las mejores perspectivas de la economía mundial y la desaceleración del consumo menor a lo esperado. En ese contexto, señala que perfectamente podría aprovecharse la ocasión para dar un paso oportuno en la normalización de la política monetaria. De hecho, cualquiera de las dos opciones que sean mayoritarias en el Consejo contará con su apoyo. Pese a lo señalado, se inclina más por una nueva pausa que por un alza, por el sólo hecho que sorprendería menos al mercado el que mayoritariamente espera que la tasa de política monetaria permanezca en el 4,75% actual. Un alza podría ser interpretada como un cambio de escenario, que sería difícil de descartar en el breve comunicado que acompañaría a esta decisión, provocando efectos no deseados sobre la curva forward, las tasas de interés y el tipo de cambio.

En tal sentido, su voto es por mantener la tasa de política monetaria en su nivel actual.

El Consejero señor Jorge Desormeaux, agradece a la División de Estudios por el completo informe presentado y que, en síntesis, subraya los siguientes elementos.

En el plano externo se ve un fortalecimiento en el margen, lo que se ve reflejado en perspectivas futuras de los precios de los commodities. En el plano interno, la actividad también ha estado marginalmente por encima de lo previsto, tanto en el cuarto trimestre del año 2005 como en el primer trimestre de este año. Más significativo que este desarrollo, es el hecho que la demanda interna estaría creciendo sustancialmente más de lo previsto, situación que se mantiene en el primer trimestre de este año. Detrás de ello se encuentra un dinamismo del consumo superior al previsto, mientras la inversión en capital fijo se desacelera. A ello se suma un fuerte crecimiento del empleo asalariado y los costos laborales unitarios, por otro lado, muestran una tasa de crecimiento que se aproxima al 3% anual. Por otra parte, la inflación de tendencia y las diversas medidas de expectativas, se encuentran ancladas en torno al 3%.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 90
Política Monetaria
16.03.2006 12.-

Este mayor dinamismo externo e interno que se observa en el margen, tiene lugar en el marco de holguras decrecientes de capacidad, de un PIB que crece por encima de su tendencia y una política monetaria que sigue siendo muy expansiva.

Sin embargo, comparte con la División Estudios la conclusión que pese a estos cambios, la estrategia de normalización pausada de la política monetaria sigue siendo la más apropiada. Señala que ello resulta consistente hoy, tanto con un alza de 25 puntos base, como con la mantención de la tasa de política monetaria. No cabe duda que el mayor dinamismo del escenario externo e interno, unido a la evolución de los costos laborales unitarios, permitirían justificar hoy día un alza de la tasa de política monetaria. Ello tendría el beneficio de anticipar un ajuste que deberá realizarse necesariamente en el futuro y precaver riesgos que surgen de este mayor dinamismo externo e interno. Sin embargo, cree al igual que la División Estudios, que también hay un riesgo en adelantar el ajuste de la tasa de política monetaria y esto proviene del impacto comunicacional que tendría este movimiento. Dos alzas de tasas consecutivas que, por cierto no espera el mercado, podrían ser interpretadas como el reflejo de un cambio de estrategia o una visión más pesimista del panorama inflacionario, llevando a una sobrerreacción en los precios de los activos financieros que podría, entre otras cosas, exacerbar la desaceleración que hoy observa la formación bruta de capital fijo.

Le parece, en consecuencia, que este último riesgo es más significativo y por lo tanto, se inclina en favor de la mantención de la tasa de política monetaria en el día de hoy y vota en consecuencia.

El Vicepresidente, señor José De Gregorio, agradece el análisis de la Gerencia de División Estudios y, en particular, agradece el aporte del señor Pablo García, quien nos acompaña por última vez como Gerente de Análisis Macroeconómico.

Señala que, los antecedentes preparados por la División Estudios muestran que el escenario macroeconómico no es muy distinto al presentado en el IPoM. De esta forma, se puede concluir que la estrategia del retiro pausado del impulso monetario sigue vigente, lo que significa que la tasa de política monetaria seguirá aumentando durante el año. Para determinar la velocidad de esta estrategia, es bueno revisar las desviaciones de nuestro escenario base y ponderar adecuadamente los riesgos.

Desde el punto de vista de la actividad, señala que las cifras son levemente más favorables, y que la actividad ha estado algo por encima de lo esperado. Sin embargo, agrega que donde se observan las mayores noticias es en el crecimiento del gasto. No obstante, a su juicio, estos cambios no son de una magnitud que requiera de ajuste de nuestra estrategia de política monetaria. En primer lugar, el aumento del gasto no iba acompañado de manera significativa de mayor actividad interna. En segundo lugar, la trayectoria de desaceleración del gasto sigue el curso previsto anteriormente, aunque a una velocidad algo menor, pero no presenta riesgos adicionales en materia de inflación y por ello, no se observan presiones inflacionarias adicionales a las que ya se habían previsto. De hecho, en su opinión, la evolución de la inflación no ha sido muy distinta a la proyectada en el IPoM, aunque la cifra de enero puede haber representado una sorpresa marginalmente al alza, y el IPC de febrero tuvo sorpresas en la otra dirección.

La inflación subyacente sigue la trayectoria anticipada y se observa una convergencia hacia el 3%.

Señala el Vicepresidente señor José De Gregorio, que el escenario internacional es marginalmente más positivo, aunque con algunos elementos que podrían involucrar más riesgos de los anticipados. En particular, pareciera que en el próximo IPoM se enfrentará un escenario del precio del petróleo proyectado al 2007 algo peor que el que se preveía en enero.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 90
Política Monetaria
16.03.2006 13.-

Agrega también, que la actividad mundial del 2006 se prevé vigorosa, aunque el escenario del 2007 se mantiene sin mayores cambios. Probablemente se tenga un mayor precio del cobre, y asimismo no se pueden descartar peores condiciones financieras para la economía emergente, un ajuste más abrupto en el mercado inmobiliario en los Estados Unidos de América, y una mayor cercanía de un ajuste de los desequilibrios globales.

Señala que tal como lo expresara esta mañana, pareciera que en el margen la economía mundial está mejor, pero con mayores riesgos negativos. Con todo, en su opinión, no hay evidencias que estas variaciones probables en el escenario externo tengan repercusiones importantes en nuestro escenario central.

En conclusión, no hay evidencia que le haga pensar que se deba cambiar la estrategia de alza gradual de la tasa de política monetaria. Agrega que, es importante destacar que este escenario contempla una política monetaria menos expansiva y, por lo tanto, cree que hay que continuar con la gradualidad, lo que requiere una velocidad menor de ajuste de tasa de política monetaria a la ocurrida a fines del año pasado. Por lo tanto, le parece razonable mantener la tasa de política monetaria en esta reunión.

Agrega que, se podría pensar que sería prudente hacer un *front loading* de este ajuste, pero eso ya no se hizo cuando se decidió avanzar con pausa y no hay razones para cambiar de política, en particular, cuando el mercado espera que haya tres o cuatro alzas durante este año, lo que requerirá de varias pausas. Más aún, cree que hay elementos, mal llamados tácticos, para mantener la tasa de política monetaria. A su juicio, son elementos importantes de comunicación al mercado de nuestra evaluación de la coyuntura y de la posible trayectoria futura. Más que algo táctico es, como ya se mencionó, una consideración comunicacional.

Al respecto, el señor Consejero se pregunta sobre qué señal se daría si se sube la tasa de política monetaria en la reunión de hoy. A su juicio, habría dos interpretaciones bastante indeseadas y por supuesto incorrectas. La primera sería que, dado que el mercado espera que mantengamos la tasa, se tiene información que el mercado no conoce y que justificaría, después de haber hecho dos pausas por dos meses, hacer dos alzas seguidas. Sin embargo, no existe dicha información. La segunda, sería reconocer que tal vez nos equivocamos al pausar dos meses, lo que no le parece justificado con la información que se tiene hasta hoy. Lo peor de esta señal, es que se podría prestar para que erróneamente algunos analistas puedan plantear que nuestra decisión de mantener y pausar durante dos meses fue por razones políticas. Nada más equivocado. Por lo anterior, cree que hoy día la decisión más coherente con la estrategia de retiro gradual del impulso monetario, es mantener la tasa de política monetaria en 4,75%.

El Presidente señor Vittorio Corbo, agradece el material presentado por la Gerencia de División Estudios y también la clara especificación de las opciones con que enfrentan hoy día el curso futuro de la actividad monetaria. Señala que el entorno externo continúa siendo muy favorable, con una economía mundial que crece más de lo proyectado hace algunos meses, empujada por la aceleración del crecimiento de Japón, una mejoría en Europa, el mantenimiento del alto crecimiento en China y el repunte en Estados Unidos de América, después de su débil cuarto trimestre de 2005. En paralelo, las condiciones financieras se mantienen favorables, a pesar del progreso actual y previsto en la normalización monetaria en Estados Unidos de América y en la zona euro, y el anuncio de Japón de que va a comenzar a retirar las reservas monetarias que han pedido prestadas los bancos como etapa previa a comenzar a utilizar la tasa de interés como instrumento de política monetaria. Señala también, que se anticipa ahora que la economía mundial crecería este año a una tasa similar a la del año pasado y el escenario central para el año 2007 se vislumbra similar al del 2006. El alto dinamismo que mantiene la economía mundial alimenta altos precios de productos



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 90
Política Monetaria
16.03.2006 14.-

primarios, incluyendo una revisión al alza en los precios futuros del cobre y precios del petróleo elevados y con alta volatilidad.

En lo que se refiere a la economía nacional, el crecimiento del gasto interno se reduce, pero igual crece más de lo anticipado y muy por encima del crecimiento PIB. En el dinamismo del gasto interno comienza a tomar un rol más importante el gasto en consumo, empujado por mayores ingresos del trabajo, condiciones financieras expansivas y mejores expectativas de los consumidores, y a pesar de los mayores precios de los combustibles y las mayores tasas de interés. De otra parte, tal como se anticipaba, el crecimiento de la inversión se desacelera aunque lo hace a una velocidad mayor que lo anticipado.

En paralelo, el empleo asalariado sigue creciendo fuerte y el PIB se mantiene creciendo por sobre el crecimiento potencial.

En cuanto a la inflación, tal como se anticipaba, ésta se mantiene temporalmente sobre el rango meta mientras que la inflación subyacente supera el 3,5% y debería converger al 3% a comienzos del segundo semestre.

El Presidente señor Vittorio Corbo, agrega que la aceleración en el crecimiento del gasto interno puede repercutir en un aumento en las presiones inflacionarias por encima de la contemplada en nuestro escenario central, especialmente dado los precios del petróleo altos y volátiles. Este riesgo es, hasta ahora, acotado y no hace necesario cambiar nuestra estrategia de normalización gradual de la política monetaria para que la inflación tendencial converja al centro del rango meta en el horizonte habitual de la política monetaria y las expectativas de inflación se mantengan bien ancladas en torno al centro del rango meta. Sin embargo, como siempre y ahora más que nunca, señala que tenemos que mantenernos atentos para continuar normalizando la política monetaria para cumplir con nuestro objetivo de estabilidad de precios.

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

90-01-060316 – 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 4,75% anual.

Comunicado

“ En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 4,75% anual.

Más allá de vaivenes, debidos principalmente a la incidencia de cambios en los precios de los combustibles, la inflación ha seguido una trayectoria similar a la esperada en el último Informe de Política Monetaria. La inflación anual del IPC se ubica transitoriamente algo por sobre 4% y la inflación subyacente IPCX (que excluye combustibles y perecibles) en 3,5%. Sin embargo, tanto la inflación subyacente IPCX1 (que además excluye algunos servicios regulados) como otros indicadores de la tendencia inflacionaria y las distintas medidas de expectativas de inflación continúan bien ancladas en torno al centro del rango meta.

24



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 90
Política Monetaria
16.03.2006 15.-

La actividad ha continuado con un ritmo de crecimiento por encima de su tendencia, dejando atrás la relativa debilidad observada el tercer trimestre del año pasado. La demanda interna se ha desacelerado, aunque a un ritmo menor a lo previsto en el último Informe de Política Monetaria producto de una mayor fortaleza del consumo. La ocupación asalariada continúa expandiéndose con vigor. El favorable entorno externo que enfrenta la economía chilena se aprecia algo mejor que en meses pasados y las condiciones financieras internas continúan siendo expansivas.

El Consejo estima que los antecedentes analizados son insuficientes para acelerar, en esta oportunidad, el ritmo de normalización de la política monetaria. Sin perjuicio de lo anterior, reafirma que incrementos futuros de la tasa de interés siguen siendo necesarios para 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 16.30 horas.



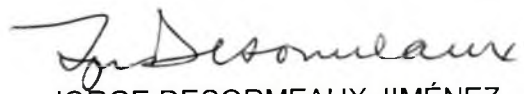
JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Vicepresidente



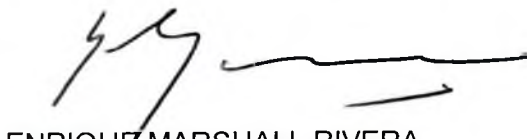
VITTORIO CORBO LIOI
Presidente



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