



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 95 celebrada el 13 de julio de 2006

En Santiago de Chile, a 13 de julio 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 División Política Financiera, don Luis Óscar Herrera Barriga;
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;
Jefe Departamento Modelos y Proyecciones, don Claudio Soto Gamboa;
Asesor del Ministro de Hacienda, don Luis Felipe Céspedes Cifuentes; y
Secretario General, don Jorge Court Larenas.

A continuación el señor Presidente fija la fecha de la Sesión de Política Monetaria del mes de enero de 2007, para el día 11 de ese mes.

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

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 y mirando siempre la última Reunión de Política Monetaria, la volatilidad en los mercados financieros se ha reducido de manera significativa, tras la incertidumbre experimentada hace unas semanas atrás. Sin embargo, los indicadores financieros de las economías emergentes se han estabilizado en niveles menos positivos de los que se observaban a inicios de mayo. De hecho los spreads respecto a esa fecha en particular están más altos; las monedas se muestran más depreciadas, y las bolsas, si bien se han recuperado, también muestran niveles más bajos que entonces. Respecto a la actividad, menciona el señor Gerente, en Estados Unidos de



BANCO CENTRAL DE CHILE

América los indicadores dan cuenta de una desaceleración en el crecimiento, lo que está en línea con lo esperado. En el caso de Europa y Japón, se tienen cifras positivas, y respecto a China, la economía se muestra más dinámica de lo que se había previsto, lo que lleva a elevar la proyección de crecimiento para este año, y determina un crecimiento para el mundo algo más positivo. Respecto a precios de *commodities*, indica el señor Lehmann que el precio del cobre ha aumentado aunque se mantiene alguna volatilidad en éste, en tanto, el precio del petróleo ha alcanzado niveles récord, también aumentando de manera significativa y esto fundamentalmente ante el incremento de riesgos geopolíticos en un contexto donde la demanda se ha mantenido fuerte.

El señor Lehmann se refiere a Estados Unidos de América, señalando que en el indicador ISM de Gerentes de Compra se aprecia una caída, tanto en lo referente al sector manufacturero como a lo no manufacturero, manteniéndose, sin embargo, sobre el pivote 50. Allí se indica, solamente, cuál ha sido el promedio del año 2000 a la fecha, por lo que se visualiza una desaceleración. Respecto a la producción industrial, también se presenta una desaceleración, mientras la capacidad utilizada se mantiene relativamente estable. Respecto al empleo, las noticias que se tienen son de una desaceleración. Respecto al consumo personal real, éste era precisamente el componente en que se esperaba una desaceleración, de hecho, trimestre a trimestre anualizado, éste muestra una caída levemente importante, aún cuando se mantiene en el rango positivo en torno a 2%. Señala el señor Lehmann que en doce meses se ha mantenido relativamente estable. Indica el señor Lehmann, que respecto al mercado inmobiliario se observa un componente de expectativas que revela una posibilidad de desaceleración importante. Por su parte, las ventas han mostrado también alguna caída, no obstante se mantienen de todas formas en niveles relativamente importantes del orden de 8%.

Respecto al índice de viviendas y permisos de construcción, el señor Gerente señala que en línea con lo anterior, se aprecia una desaceleración, porque ha sido uno de los elementos que explican la desaceleración del consumo ante la caída, en términos de actividad, que presenta ese sector. Respecto a bienes de capital *core* sacando por ejemplo componentes de aviación y defensa, que enturbian esa serie, se observa que no obstante presentar una ligera desaceleración, en términos de tendencia, se ha mantenido relativamente dinámico, lo cual lleva a pensar que la inversión en Estados Unidos de América se ha mantenido relativamente fuerte. En cuanto al balance fiscal y la cuenta corriente, lo primero se ha mantenido relativamente estable y solamente destaca los cambios en términos de proyección respecto a cuál sería el déficit fiscal a final de año. Por su parte, el déficit de cuenta corriente se ha mantenido estable aunque ligeramente menos negativo que hace algunos trimestres.

Consulta el señor Presidente si en esta información se incluye la corrección que se hizo esta semana, que afecta significativamente el déficit de 30%, menos de lo que se proyectaba para el año, en una cifra del orden de 2,6%. El señor Lehmann responde al señor Presidente que efectivamente se atrevería a decir que está medianamente internalizada esa eventual corrección y que no produjo mayor efecto en los mercados. Señala el señor Lehmann que en términos del clima de negocios, éste se ha mantenido positivo en la Zona Euro, observándose cifras ciertamente mejores que las esperadas, particularmente en el comportamiento de Alemania, Italia y Francia. Agrega, que en la encuesta de Gerentes de Compra, también se ven cifras positivas, creciendo tanto el componente servicios como el de manufacturas. Hace presente, que respecto a producción industrial igualmente se ven cifras positivas, reduciéndose la capacidad utilizada. En cuanto a la confianza de consumidores, también se han mantenido cifras positivas, recuperando más bien niveles que se observaban a inicios de la década. Asimismo, indica el señor Lehmann, en las ventas al detalle, también se observan cifras positivas, particularmente en Francia y Alemania, acercándose al 2%. En cambio en Italia, estos indicadores se mantienen negativos. Señala el señor Gerente, que analizar este componente de la demanda es particularmente importante, ya que se está esperando o se esperaría una desaceleración en las exportaciones y por lo tanto, el rol que pueda tomar la demanda interna para mantener el dinamismo de Europa es ciertamente



BANCO CENTRAL DE CHILE

importante. Agrega, que las exportaciones han comenzado a desacelerarse, ello en línea también con un tipo de cambio más apreciado. El tipo de cambio real, el cual se lee a la usanza de *JP Morgan*, es decir más alto, es una moneda más apreciada. Respecto a Japón, el índice *Tankan* que mide clima de negocios se ha mostrado positivo, manteniéndose en torno a 20. Agrega, que la actividad industrial también se ha mantenido dinámica, y las exportaciones, si bien mostraron una desaceleración algunos meses atrás, han mantenido un cierto dinamismo. Comenta el señor Lehmann, que respecto a China en primer lugar la inversión en activo fijo muestra, aunque en el margen, algún aumento. Indica que se esperaba que comenzara a desacelerarse, lo que no ha ocurrido. La producción industrial ha continuado desacelerándose y de acuerdo a informaciones no oficiales, el crecimiento que habría tenido China el segundo trimestre, se habría situado en 10,3%, en circunstancias que se esperaba un crecimiento menor al del primer trimestre, que fue 10,1%, lo que había generado cierta preocupación en el mercado, ante la posibilidad de que la autoridad china adoptara nuevas medidas tendientes a desacelerar la economía.

Por último, señala el Gerente de Análisis Internacional, el crecimiento mundial para este año sería marginalmente mayor al previsto un mes atrás, el que sería alrededor de 5%, asociado fundamentalmente al crecimiento de China que se revisa en dos décimas a 9,7%, lo que podría tener un sesgo al alza en la medida que se vayan confirmando estas cifras de mayor dinamismo esperado. Indica el señor Lehmann, que para el próximo año no se observan cambios significativos. Agrega, que respecto a precios *commodities*, en especial el mercado del cobre, en primer lugar, los futuros al mes de julio se muestran por debajo de lo que se conocía hace un mes. La trayectoria que se está proyectando, sugiere de todas maneras una desaceleración, no obstante, que se está suponiendo en el análisis que es mayor a la que se preveía hace un mes ante las cifras de precio del cobre observadas en los últimos días, las que en su opinión, se encuentran fuera del escenario que se había considerado hace un mes.

El Consejero señor Manuel Marfán consulta si hoy día se tiene alguna novedad respecto al Medio Oriente. El señor Lehmann señala que el precio del cobre cayó alrededor de 10 centavos, esto es, a US\$ 3.60 la libra. Asimismo, las tasas largas también cayeron y eso, justamente, ante una preocupación por la situación en el Medio Oriente, que pudiese tener un efecto en términos de demanda. A lo anteriormente dicho, el señor Presidente agrega que el petróleo ha subido fuertemente. Por su parte, el Gerente de Análisis Internacional indica, que la evolución que ha tenido el precio que se observaba en las Reuniones de Política Monetaria de mayo y de junio, hasta la reunión del mes pasado, había mostrado una caída en línea con lo anticipado. Menciona el señor Lehmann que la sorpresa está en el rebote, que ha sido particularmente importante. Indica que la volatilidad se ha mantenido alta, y ello a su parecer, simplemente constituye una muestra de que la incertidumbre o los movimientos del precio del cobre se mantienen. Hace presente, que respecto a metales básicos, se observa un comportamiento equivalente al que se ha registrado para el precio del cobre y eso ha llevado a revisar la proyección para este año de US\$ 2.60 la libra, que se indicaba hace un mes atrás, a US\$ 2.90 la libra. Agrega, que en general, los bancos de inversión no han revisado mayormente sus cifras, pero ciertamente con la evidencia de los últimos registros, eso debería ocurrir en el corto plazo. Señala el Gerente de Análisis Internacional, señor Lehmann, que Cochilco dará a conocer una nueva proyección, probablemente la próxima semana, y se está pensando informalmente en precios en torno a US\$ 3 la libra. Comenta el señor Lehmann, que respecto al año 2007, y dada la trayectoria que se está proyectando, también se tendría un precio mayor. Menciona asimismo, en este sentido, que la estrechez en el mercado sigue siendo importante, por lo tanto, la trayectoria recoge esa situación. En cuanto al petróleo, en los futuros, considerando el promedio de los últimos diez días hábiles, no se registra una diferencia con respecto a lo que se tenía hace un mes, sin embargo, se observan datos en el margen. Agrega que ciertamente ha habido un escenario de precios más altos, lo que se ha reflejado en la trayectoria que comparada con la que se preveía hace un mes, resulta también más elevada. Señala el señor Gerente, que se ha considerado un precio más elevado, lo que se debe



BANCO CENTRAL DE CHILE

fundamentalmente a la evolución que ha tenido el precio BTI, que desde junio a la fecha ha presentado un aumento significativo, lo que no se encuentra incorporado dentro de las proyecciones de hace un mes. Señala el Gerente señor Lehmann, que la novedad se ha producido por esa alza y en razón que ella está asociada, fundamentalmente, a aumentos de riesgos geopolíticos, principalmente por la situación del Medio Oriente y la situación de Corea del Norte, que ahora se está incorporando en las proyecciones, y también, aunque en el margen, por la importante y compleja situación geopolítica de Nigeria. Manifiesta el señor Lehmann, que lo anterior lleva a sugerir un cambio para el año 2006, de US\$ 67 a US\$ 70, y para el año 2007, un cambio marginal de US\$ 1.

Señala el señor Gerente de Análisis Internacional, que se espera que los bancos de inversión, así como el Departamento de Energía, también revisen al alza su proyección de crecimiento. Dichas proyecciones son a junio, pero las novedades de riesgos geopolíticos se han producido durante julio. Agrega, que en la actualidad el precio se encuentra cercano a los US\$ 76 el barril, influido por el incremento de los riesgos geopolíticos, fundamentalmente, asociados al Medio Oriente. Comenta el señor Gerente, que el precio de la gasolina por su parte, ha seguido un comportamiento similar al del petróleo.

El Consejero señor Manuel Marfán, comenta que el aumento del precio de las gasolinas tiene un componente que va más allá de la estacionalidad y que se debería al temor que produce la temporada de huracanes.

El Gerente señor Lehmann expresa que ese temor ciertamente se mantiene. Agrega, que además desde hace un tiempo las refinerías están operando con márgenes de capacidad bastante estrechos, por una subinversión en ese rubro, y ello ha llevado a una vulnerabilidad en esa área, producto de situaciones no previstas y eso hace que el *crackspread* refleje tal vez niveles más altos que lo observado en el pasado.

El Ministro de Hacienda comenta que los gráficos que se muestran, indican que la causa se debe a la situación de las refinerías.

Por otra parte, el señor Lehmann se refiere a los otros bienes básicos que exporta Chile, como por ejemplo la harina de pescado, que ha aumentado, lo que está reflejado a doce meses. Asimismo, en enero, mayo y el último mes no hay cambios importantes salvo el cobre, marginalmente al menos, hasta que se obtuvo la información de 4%; también algún cambio en la celulosa respecto a lo que sucedió un año atrás.

Con respecto a la inflación en Estados Unidos de América, el señor Gerente de Análisis Internacional señala que no se aprecian grandes noticias respecto a lo que sucedía un mes atrás, básicamente, lo mismo en la Zona Euro y en Japón. Destaca el señor Lehmann, que el último dato de inflación ha seguido mostrando una tendencia inflacionaria positiva, un crecimiento de 0,6%, lo que sugiere que el Banco Central de Japón aumentaría en 25 puntos base su tasa de política monetaria. Agrega, que al observar la evolución de los futuros, tanto en Estados Unidos de América, Europa o Japón se observa que en toda la zona hay un movimiento al alza, lo que ha reafirmado las tendencias o las expectativas, respecto a movimientos de tasa de política para las próximas reuniones. Comenta el señor Lehmann, que respecto al cambio de tasa de la Reserva Federal de los Estados Unidos de América, se espera que en la reunión del mes de agosto dicha tasa suba 25 puntos base y si no ocurre ese



BANCO CENTRAL DE CHILE

escenario, con seguridad eso ocurriría en septiembre, para allí quedar estable, es decir, llegaría a 5.5%.

En relación a la tasa de interés de largo plazo, el Gerente señor Lehmann comenta, que desde la última Reunión de Política Monetaria, ésta ha mostrado un aumento, pero en los últimos días se ha devuelto. Hoy está en torno a 5,1% y eso, fundamentalmente, por preocupaciones de los efectos que la situación geopolítica más compleja pueda tener sobre el crecimiento. De hecho, la tasa real también ha caído en una magnitud equivalente. Respecto a volatilidad implícita a opciones, en la reunión de política monetaria pasada, el nivel de volatilidad que registraba el mercado era máximo, el más alto que se había observado en el último año y medio, y posteriormente hay una caída relativamente importante, reflejo de una mayor tranquilidad en los mercados, a propósito en este caso particular, de las preocupaciones que hubo respecto a la inflación en Estados Unidos de América.

En relación a la paridad respecto del dólar, se ha observado que tendió a apreciarse y posteriormente se ha mantenido relativamente estable. Indica el señor Gerente que en la mayoría de los casos se observa una recuperación de los niveles de las pérdidas del valor de las paridades. Lo anterior no ocurre en todos los casos, pero sí en el caso de Brasil por ejemplo, y en Chile parcialmente. Agrega que los premios por riesgo tendieron a aumentar, posteriormente se devolvieron marginalmente, y se han tendido a estabilizar desde lo que se observó en mayo, esto es para corporativos en Estados Unidos de América, pero se observaba un comportamiento similar. En el caso de economías emergentes, se ve un aumento en los *spreads* y una estabilización en niveles más altos de los que se observaban a comienzos de mayo.

En cuanto a tasas largas internas en economías emergentes, señala el señor Lehmann que se observa una caída después de aumentos que se registraron antes de la reunión de política monetaria de junio.

El Gerente de Análisis Internacional se refiere también a las bolsas, e indica que éstas, después de fuertes caídas observan una recuperación en línea con los indicadores anteriores. En relación con los flujos de capitales en economías emergentes, se ha seguido observando en el margen una salida de capitales desde economías emergentes y eso explicaría o tendería a explicar la estabilización de los *spreads* soberanos.

El señor Presidente señor Vittorio Corbo ofrece la palabra para comentarios.

El señor Vittorio Corbo manifiesta que Estados Unidos de América se desacelera; Europa se fortalece; y China se muestra un poco más dinámica que antes. Entonces, el promedio ponderado se toparía en el poder de compra y una leve mejora en el margen en el crecimiento. Indica el señor Presidente, que el escenario central sigue siendo bueno, aunque se tiene el gran problema del petróleo que estaría logrando los niveles máximos históricos, y ello por dos razones: por la fuerza del crecimiento de China, India y todo el resto. Además, por razones geopolíticas. En todo caso, la parte financiera se ha tranquilizado con respecto a la gran volatilidad que se observó hace un mes y medio atrás.

El Consejero señor Jorge Desormeaux señala, que de la exposición queda claro que en este episodio de alta volatilidad, el premio soberano de Chile está dentro del grupo de los que se ajustaron algo. Agrega, que igualmente, ocurre con las correcciones en la bolsa, y sin embargo, con el tipo de cambio se está en el lado de los que se ajustaron más. Consulta también el señor Consejero, si con el tiempo que ha pasado, se observa alguna mejor perspectiva de la razón de por qué se tiene un tipo de cambio que reacciona más, cuando los



BANCO CENTRAL DE CHILE

fundamentales indican que la corrección fue mucho menor. A lo anterior, el señor Gerente de Análisis Internacional señala que aquellos precios fueron los que más se vieron afectados en el período preaumentó de la volatilidad, y señala que igualmente mostraron la mayor reversión tras el proceso *sell off*. Referido al tipo de cambio, indica que la percepción que se tiene es que, a lo mejor, había sobre-reaccionado antes del período de *sell off* y por lo tanto, hay un cierto ajuste en el tipo de cambio chileno versus otros indicadores financieros.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Jadresic, manifiesta que lo anterior se puede explicar más por el lado de la demanda de inversionistas internacionales que por el lado de los fundamentales propios de la economía chilena durante este período. Indica que se produjo un ajuste y hubo una *sell fly quality*, una salida de activos más riesgosos, en particular en economías emergentes, y lo que suele ocurrir es que los inversionistas tratan a la región y a las economías emergentes sólo como un todo, incluyendo a Chile en proporción menor y con una volatilidad menor que los otros casos, pero sigue siendo parte de ese portafolio.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco, hace una conjetura en relación a la consulta del Consejero señor Desormeaux, en el sentido que tal vez el peso flota más libremente y la moneda de la mayoría de los países emergentes con que nos comparábamos. Agrega que de la lista de estos países emergentes por lo menos cuatro o cinco son países que intervienen regularmente. Algunos lo dicen expresamente, otros lo hacen y algunos lo dicen y también lo hacen, pero en realidad, con libre flotación alrededor de la mitad. Agrega que algunos obviamente como Nueva Zelanda o Canadá lo son, pero varios otros son más bien proclives a la intervención, abierta o encubierta. Cree el señor Ministro que eso puede explicar parte de este fenómeno aparentemente difícil de entender. El Presidente señor Corbo indica que Colombia está en la misma dirección nuestra y no interviene desde el año 2000.

Con respecto al tema de los intercambios y el ajuste en las expectativas en Chile, acerca del cobre y del petróleo, el señor Ministro de Hacienda señala que es cierto que el cobre hoy está algo mejor, tanto en nivel como en producción que lo que sucedía en la Reunión de Política Monetaria anterior. Le parece al señor Ministro que se encuentra más o menos en el rango que muchos agentes estaban esperando y en ese sentido no constituye un *upgrade* demasiado grande de expectativas. Indica que su percepción, y esto ya es subjetivo porque no se cuenta con mediciones científicas al respecto, es que lo que ha pasado con el petróleo es sustancialmente peor de lo que muchos esperaban. Agrega, que si el petróleo se mueve hacia arriba, y si este último y el cobre se mueven también hacia arriba, uno nos beneficia y el otro nos daña.

El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, señala que en parte esa sensación del señor Ministro se justifica porque las proyecciones del Banco Central de Chile, respecto a lo que espera el mercado son algo distintas en el cobre y en el petróleo. Indica, que en el caso del cobre se está más alineado en un escenario de normalización, y en cambio en petróleo es más optimista, en cuanto supone una normalización más rápida de lo que se presenta el mercado. En consecuencia, señala que respecto a las proyecciones internas es muy probable que sea eso correcto. Indica, que no sabe si dicho efecto es respecto de la volatilidad.

El Consejero señor Enrique Marshall hace una observación, en cuanto al trato dado a Chile por los mercados financieros. Indica el señor Consejero, que el bono de Chile se ha mantenido permanentemente, por debajo en materia de spread, del rendimiento exigido a los Bonos Clase A en los Estados Unidos de América.



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.

Los mercados financieros nacionales, señala el señor Magendzo, se han movido en las últimas semanas coincidentemente con los movimientos externos, con una apreciación del peso y una recuperación de los indicadores bursátiles. Indica que el tipo de cambio nominal pasó desde valores del orden de \$ 544 por dólar, al cierre de la reunión de junio, hasta valores cercanos a \$ 550 a fines de ese mes. No obstante, en lo más reciente, se ubica en niveles cercanos \$ 540 por dólar. Las medidas multilaterales, TCM, TCM-5 y TCM-X presentaron variaciones del orden de 0,1%, -0,5% y 0,4%, en igual lapso, respectivamente. Agrega que el TCR finalizó junio con un nivel promedio de 93,4 y 2,8% por sobre el valor del mes anterior.

En cuanto a la expansividad de las condiciones financieras internas, el señor Gerente indica que ésta no siguió disminuyendo en el último mes. Las tasas de interés de los documentos en pesos del Banco Central aumentaron desde la última reunión, entre 8 y 18 puntos base los BCP, mientras las de los BCU cayeron algo más de 10 puntos base. La tasa de crecimiento anual del dinero M1 aumentó tras varios meses de estabilidad, lo mismo que su velocidad de expansión, a la vez que el incremento anual de los agregados crediticios sigue en niveles altos y estables. Las tasas de interés cobradas en las colocaciones de consumo y comerciales disminuyeron, marginalmente la primera 10 puntos base y con algo de mayor fuerza la segunda, 70 puntos base. Señala el Gerente señor Magendzo, que la Bolsa local, en línea con las internacionales, se ha recuperado casi 6% desde su nivel mínimo, registrado a mediados de junio.

Por otra parte, señala que en el sector real, las cifras de mayo apoyaron la hipótesis planteada el mes anterior de que el débil dato del mes de abril había sido mayormente transitorio. Agrega, que en la industria y el comercio, los sectores de peor desempeño en el mes de abril, mostraron repuntes importantes en su tasa de crecimiento anual en mayo, llevando al Imacec a un crecimiento anual de 6,1% en dicho mes, con un día hábil más que en igual período del año 2005. Indica, que a diferencia de lo observado en el mes de abril, el crecimiento de la actividad en mayo sorprendió positivamente, toda vez que la mayor parte del mercado esperaba un incremento entre 5% y 5,5%.

En cuanto a la inversión, hace presente el señor Gerente de Análisis Macroeconómico, que en junio el nivel de las importaciones de bienes de capital se mantuvo en torno a los valores de los meses previos (US\$ 577 millones CIF). Su tasa de variación anual, no obstante, fue negativa -1,3%; 16,6% en mayo, principalmente, por el efecto de la alta base de comparación del mismo mes del año 2005. Menciona, el señor Gerente, que sobresalió el bajo desempeño de las ventas del sector inmobiliario en el mes de mayo, -10,2% anual; 1,4% en abril y 13,7% en el primer trimestre. Con todo, en su opinión, el panorama global de la inversión en el año se avizora con una desaceleración algo más pronunciada que la prevista en los últimos meses.

En cuanto a la evolución del resto de la demanda interna —consumo y existencias—, señala que la información reciente sigue en línea con el escenario base considerado en el IPoM del mes de mayo y en la evolución de los meses recientes. Agrega que los indicadores parciales de consumo del mes de mayo, con su volatilidad habitual, apuntan a tasas de crecimiento anual similares a las del primer trimestre. Comenta, que ello afirma un escenario en que la demanda interna continúa creciendo a tasas similares a las previstas, pero con un mayor protagonismo del consumo y uno menor de la inversión.

Por otro lado, destacó en el último mes la importante caída de las expectativas tanto de consumidores como de productores. El IPEC cayó 6,6 puntos respecto de mayo,



BANCO CENTRAL DE CHILE

ubicándose en la zona pesimista 48,2. Señala el Gerente señor Magendzo, que el IMCE descendió 4,9 puntos, hasta el menor nivel registrado, 51,8%, aunque aún en la zona optimista. Menciona, que otros indicadores de este tipo mostraron un panorama similar.

Indica el señor Gerente de Análisis Macroeconómico, que durante junio las exportaciones agrícolas e industriales se mostraron dinámicas, consolidando la recuperación del desempeño relativamente bajo que mostraron en abril. Por su parte, los envíos mineros se vieron perjudicados por menores exportaciones de cobre. En cuanto a las importaciones, las de consumo se mostraron en el último trimestre relativamente dinámicas debido a mayores internaciones de combustible. Así, comenta que las exportaciones alcanzaron durante el mes de junio un valor de US\$ 4.858 millones FOB, 40% anual, mientras las importaciones llegaron a US\$ 2.960 millones FOB, 22,8% anual. Indica, que el segundo trimestre del año cerró con exportaciones por US\$ 14.430 millones FOB, lo que corresponde a una variación anual de 43%, 33,9% el primer trimestre del año. Asimismo, las importaciones del segundo cuarto del año sumaron US\$ 8.600 millones FOB, lo cual corresponde a un crecimiento anual cercano a 17%, 21,4% el primer trimestre.

Indica el señor Magendzo, que en el mercado laboral, las cifras del Instituto Nacional de Estadísticas del trimestre móvil marzo-mayo de 2006, siguen indicando tendencias difíciles de analizar con exactitud, dadas las innovaciones que se están realizando en la muestra incluida en la encuesta de empleo y que distancian, cada vez más, las actuales cifras de los comparativos disponibles.

En relación con los costos laborales, indica el señor Gerente, que en el mes de mayo, la tasa de crecimiento anual de los salarios nominales no tuvo mayores variaciones respecto del mes de abril, alcanzando un aumento de 5,5% en el costo de la mano de obra, -0,1 punto porcentual respecto del mes anterior. Manifiesta, que por su lado, los costos laborales unitarios, CLU, calculados a partir de los datos publicados, volvieron a presentar un incremento de su tasa de crecimiento anual, la que llegó a 8,3 y 7,6% para los CLU totales y CLUX, respectivamente. Le parece al señor Gerente, 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.

Asimismo, indica que en el mes de junio, la inflación IPC estuvo en línea con lo proyectado (0,6% mensual; 3,9% anual), aunque las medidas subyacentes estuvieron algo por debajo. Agrega, que las estimaciones de mercado, en tanto, estuvieron por debajo de la variación efectiva del IPC. Indica el señor Gerente, que los distintos indicadores subyacentes mantuvieron las tendencias de los últimos meses. Indica, que por un lado, la velocidad de expansión del IPCX1 descendió por tercer mes consecutivo ubicándose algo por debajo de 2% anualizado y, por otro, la tasa de variación anual de los indicadores alternativos, medias podadas e IPCX2, siguieron oscilando en torno a los valores de los últimos meses, sin una trayectoria clara de aumento o disminución. Agrega que, en el corto plazo, el aumento en el precio del petróleo y sus derivados tendrá un efecto al alza en la inflación, a través de los canales habituales de precio de los combustibles y tarifas. En todo caso, estima que la entrada en operación del nuevo Fondo de Estabilización del Precio de los Combustibles podría producir precios algo distintos de los contemplados.

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

En cuanto a los agregados monetarios, el Consejero señor Manuel Marfán señala que si los fondos mutuos son todos filiales de bancos, y se definiera el dinero como todo



BANCO CENTRAL DE CHILE

lo que está fuera de los bancos y por tanto, los fondos mutuos no quedarían dentro de esa definición. Consulta si ello estaría también aumentando el M1.

Responde el señor Gerente de Análisis Macroeconómico, que los fondos mutuos no están dentro del M1, pero sí son parte del M2 y del M3. Por ello, señala que la información del M2 y M3 se podría modificar.

Comenta el Consejero señor Manuel Marfán, en consecuencia, que si los fondos mutuos estuvieran dentro del sistema bancario, porque en la práctica el grueso de ellos son filiales bancarias, entonces se podría estar observando, estadísticamente, un aumento del M1 que no necesariamente corresponde a un aumento en la demanda de los agentes económicos no financieros. El Gerente de División Estudios aclara que en las nuevas definiciones se encuentran considerados los fondos mutuos como si fuesen bancos, ya que esas son las nuevas expresiones de dinero.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco señala que en varios informes se habla de los agregados monetarios como indicadores del grado de expansividad de la política monetaria. Le parece al señor Ministro, que esa caracterización es enormemente errónea dado el marco de políticas en Chile. Manifiesta que bajo un régimen de metas de inflación, todos saben lo que sucede con los agregados monetarios. Fundamentalmente, tiene que ver con desplazamientos de la curva de demanda por dinero, que en general no se entiende muy bien, dado que el costo del dinero está siendo fijado por la política del Banco Central de Chile. En consecuencia, desearía poner todos los gráficos sobre la mesa porque mientras más información se tiene es mejor.

El Gerente de División Estudios señor Valdés, manifiesta que por esas razones está completamente de acuerdo en que mirar solo el dinero no tiene sentido, pero no mirarlo también puede ser un problema. Agrega el señor Gerente, que en el caso de los europeos, con su segundo pilar, el dinero y del crédito tienen un rol de señalar presiones a más a mediano plazo. La visión que se ha manejado hasta ahora en el Banco, es que el dinero es bastante irrelevante al horizonte habitual de política, y toda la evidencia que se ha obtenido hasta ahora, es que el M1, en particular, es más irrelevante que el M7, por ejemplo, como una presión inflacionaria de mediano plazo. Indica el señor Valdés, que cuando se habla de condiciones financieras expansivas, no se trata del dinero, se trata de la suma subjetiva de crédito, dinero, colocaciones de bonos y acciones, y tasas largas y tasas cortas, o sea, el conjunto de antecedentes que se tienen.

El Gerente de Estabilidad Financiera, señor Pablo García señala que el grafico de crecimiento del dinero, el de las velocidades y los trabajos que se hicieron en el Banco, justamente eran para el período 2001-2002, donde se está en 20% y el argumento en marzo era un cambio de portafolio. Manifiesta también el señor García, que con la aceleración se dan todos los agregados y la visión era que no representaba un problema de portafolio sino que un indicador.

El Vicepresidente señor José De Gregorio señala que, básicamente, está de acuerdo sobre todo cuando se miran agregados más amplios. Indica el señor De Gregorio que está completamente de acuerdo en el tema del M1, aunque todavía y se ha estudiado suficientemente, a veces más que ser un indicador de la política monetaria es un indicador del ciclo y también eso puede ayudar.

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 95
Política Monetaria
13.07.2006 10.-

El Consejero señor Manuel Marfán señala que comprende que el modelo base con que se hacen las proyecciones no considera los agregados monetarios como una variable del modelo. En consecuencia, le parece que lo que manifiesta el señor Ministro de Hacienda es correcto, en todo lo que es nuestro escenario central.

El Gerente de División Estudios señala que para la discusión de la tasa neutral, también sirve, mirar algo los agregados, porque si se conjetura que la TPM está en la tasa neutral, pero los agregados están creciendo el doble de lo que debieran estar en estado estacionario, eso no resulta consistente.

El señor Ministro de Hacienda, señala que lo expuesto es correcto, porque también lo que puede estar desplazando a la demanda por esos activos, pueden ser muchas otras cosas. Respecto a lo señalado por el Consejero señor Manuel Marfán, el señor Ministro indica que es indudable que en las proyecciones que surgen de un modelo, los agregados no se usan, pero en las discusiones sí se utilizan y con ponderadores que se tienen en mente, que varían de cabeza en cabeza y que su ponderación es cercana a cero. El Presidente señor Corbo, manifiesta que para el Banco Central de Chile y para otros bancos centrales, dicho comentario también es válido.

En relación al comentario del señor Gerente de Análisis Macroeconómico respecto del nivel del tipo de cambio y su apreciación respecto del dólar, el Consejero señor Marfán señala que éste estaría dentro del rango que podría suponerse de equilibrio. Consulta el señor Consejero si en el supuesto que se considerara, de acuerdo al modelo, y el Banco tomara alguna decisión respecto de las tasas de interés, en la reunión de hoy, que influyera en el tipo de cambio de corto plazo, si ese efecto tendería a desaparecer en términos significativos dentro del horizonte habitual de proyecciones. Agrega el señor Marfán, que en un horizonte de 12 meses, un posible efecto deflacionario o inflacionario, no debería tener una contribución muy fuerte en una proyección de inflación a 24 meses.

El Gerente de División Estudios, manifiesta que entiende la consulta, pero un *shock* de tasas de interés hoy, respecto a la trayectoria implícita que se observa, tiene un efecto muy menor a través del tipo de cambio en la inflación a uno o dos años plazo, en parte, porque desaparece el *shock* y, en parte, porque además los efectos de tasa, paridad de tasa, tipo de cambio, no son muy elevados.

El Consejero señor Manuel Marfán, señala que si se conociera que el mercado esperara mantener la tasa y el banco subiría, o para efectos del mismo ejemplo se esperara que subiera y el banco mantuviera, se debería considerar posibles efectos inflacionarios, a través del tipo de cambio en el horizonte habitual de política.

El Gerente de División Estudios señala que, si esa medida es transitoria y la estructura de tasas no se mueve demasiado, esa decisión de política se lee como otra estructura de tasas completa. En esa situación, se presenta un cuadro distinto, porque no sería un *shock* netamente a la regla de política monetaria sino que es una nueva política.

h



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Consejero señor Jorge Desormeaux señala que un punto que tal vez no es para ahora, pero sí para el IPoM de septiembre, es que si hemos modificado nuestra idea de lo que es el precio del petróleo a mediano plazo, ese rango que hemos usado probablemente tendremos que revisarlo.

En relación al comentario del Gerente de Análisis Macroeconómico referido al sector fiscal, en especial los aspectos presupuestarios, donde los ingresos tributarios, mostraron tasas de incremento bastante menores a las que se veían desde fines del año 2005, el Consejero señor Manuel Marfán, manifiesta su opinión que para efectos de seguimiento de coyuntura, se debería eliminar el efecto de operación renta, porque ello corrige sesgos que se acumularon durante 12 meses, en 1 mes. Le parece al señor Consejero que se puede tener una operación renta que salió anormalmente negativa, esto no es frecuente, por lo tanto ello no marca una tendencia.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señala que en la información disponible no es posible efectuar un desglose de los ingresos tributarios, distinguiendo entre la operación renta y otros. A lo anterior, el señor Ministro señala que ello es así, y concuerda con el Consejero señor Marfán, en cuanto a que la información que se entrega es insuficiente.

En relación al PIB, el señor Magendzo señala que la proyección para el trimestre sería de 4,6%, muy similar a lo proyectado en el IPoM sólo una décima por debajo y para el tercer trimestre la proyección, basada en información sectorial por el lado de la oferta es de 5,3%.

El Consejero señor Manuel Marfán consulta cuál es la cifra que se suponía en el IPoM para el 2006. El señor Magendzo señala que el PIB está por debajo de la proyección del IPoM más bien cercano al 5,2%.

Con respecto a los indicadores de edificación, el señor Magendzo señala que éstos, a pesar de los datos de ventas, estarían creciendo. El Consejero señor Desormeaux, señala que ese sector no debiera estar mal, ya que el clima del invierno ha sido bueno y eso genera, al menos en Estados Unidos de América, un efecto significativo en las estadísticas de construcción.

El Consejero señor Marfán, acota que en Chile el sector construcción se mide por la media móvil de los permisos de edificación, que no es necesariamente la forma correcta de medir, pero así lo mide también Cuentas Nacionales. El Gerente de Información e Investigación Estadística, señor Ricardo Vicuña, señala que no solamente se mide por la media móvil de los permisos de edificación, sino que también por los indicadores de insumos, tales como empleo, cemento y ventas.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que le llama la atención la fuerte caída que se está proyectando para el EGA en el tercer trimestre, que tiene que ver con la generación eléctrica, donde se están efectuando cambios. El Gerente de Análisis Macroeconómico indica que lo que más aporta en términos de crecimiento es la composición hacia generación hídrica y el año pasado a estas alturas del año ya la generación hídrica estaba a un nivel bastante elevado y es muy poco probable que se pueda producir mucho más que eso.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El señor Ministro de Hacienda, don Andrés Velasco señala, en primer lugar, que este mes ha observado algo distinto a lo visto en meses anteriores. Agrega que siempre se había presentado un escenario mixto en que a uno lo empujaban a pensar en una dirección en que la economía estaba sólida, en que han habido ruidos pasajeros y otros algo más desalentadores, pero en un escenario siempre muy mixto. Esta vez, el señor Ministro de Hacienda se refiere a la suma de innovaciones en información de las cosas que se saben hoy y que no se sabían hace un mes atrás, prácticamente sin ambigüedad apuntan todas a una economía que está más lenta de lo que habíamos esperado y resume las que le parecen especialmente destacables por el lado de la actividad, información de demanda e información de oferta. Agrega que si hay algo que siempre nos mantuvo hasta ahora optimistas fue que cuando se empezaba a deprimir ésta se decía que ello no era así debido al desempeño de la inversión. Agrega que ese desempeño era más bien en un horizonte largo y también en el mes a mes. Señala el señor Ministro, que en esta oportunidad se observa un *landing* en el desempeño de la inversión que es bastante más fuerte de lo esperado. Agrega, que por el lado de la oferta los antecedentes algo informales de los proyectos en curso hacen pensar que las cifras del 5,3% para el tercer trimestre claramente es una innovación de información grande, que no estaba en el espectro de lo que se tenía contemplado.

En segundo lugar, respecto a las expectativas, destaca que todas las encuestas de ambiente económico, algunas más confiables que otras, muestran grandes caídas que no son fáciles de explicar. Le parece que en esta situación hay una caída de las expectativas y ello es absolutamente coherente con la información más informal que se obtienen de las conversaciones que tienen que ver con el entorno internacional. Asimismo, cree que también tiene que haber un entorno político que dice relación con algo de incertidumbre, en lo que cada uno puede tener su tesis, pero en todo caso cree que es indudable que hay un vuelco en las expectativas y piensa que la información de precios da un escenario que es coherente con el anterior, especialmente lo que se conoce acerca de lo costos laborales unitarios con la muestra empalmada.

Adicionalmente, el señor Ministro de Hacienda señala que quiere aportar otro tema que se refiere a la política fiscal. Un primer aspecto es el supuesto que se tenga respecto a la política fiscal del próximo año, que es esencial para construir la política monetaria actual y la del futuro, y lo otro que menciona el señor Ministro es el hecho de que la prensa en los últimos días ha especulado respecto a cuál sería el rango de expansión de la política fiscal el próximo año, atendido diversos cálculos de agentes más o menos autorizados, respecto a lo que la regla permitiría. Señala con total y completa tranquilidad que la estimación de éste es del 10% o más del crecimiento real del gasto para el próximo año, ya que el Gobierno se ceñirá tajantemente a la regla fiscal ya anunciada sin cambio alguno. Con respecto a las proyecciones del precio del cobre se supone un escenario de US\$ 1,20 la libra. Señala el señor Ministro que de las distintas proyecciones que hay en el mercado destaca dos en particular: Primero, que los excedentes esperados de Codelco a precios de alrededor de US\$ 1,20 son menores de lo que se discute en el mercado, ya que la tendencia de los costos de Codelco son significativamente al alza, por razones endógenas y exógenas. Las exógenas son las laborales, pero la parte más significativa de este asunto que el alza proyectada de los insumos no laborales que están muy vinculados al precio del cobre y además a los combustibles, electricidad, equipos, repuestos, maquinarias, etc. En consecuencia, si hay un boom en el precio del cobre se van a necesitar más camiones que son especializados y, por lo tanto, la demanda sube y los precios suben. En consecuencia, estima que las cifras que uno aprecia de posibles transferencias de Codelco al Fisco son bastante abultadas y no muy congruentes con las cifras que se tienen. En segundo lugar, señala el señor Ministro que se manejan cifras respecto a los intereses brutos que el Fisco percibiría y que se agregarían a los ingresos estructurales, cifras que son también bastante abultadas, entre otras cosas porque están sobreestimando la acumulación de activos brutos y además están subestimando el monto de los prepagos que el Fisco va a efectuar.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 95
Política Monetaria
13.07.2006 13.-

El Presidente, señor Vittorio Corbo, suspende la Sesión a las 13:15 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° 95.

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:

En la reunión de política monetaria de junio, el Consejo decidió mantener la tasa de interés de política monetaria en 5% anual por segundo mes consecutivo. En la decisión se consideró que la inflación y la demanda interna seguían con una trayectoria dentro de lo previsto en el último IPoM, pero el crecimiento de la actividad era menor de lo esperado, probablemente por factores no persistentes. Además, las condiciones financieras internas eran algo menos expansivas que en meses anteriores, y las condiciones financieras que enfrentaban las economías emergentes se habían tornado menos ventajosas.

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

- La volatilidad en los mercados financieros internacionales se redujo significativamente y las condiciones financieras que enfrentan las economías emergentes no continuaron deteriorándose, y se mantienen ventajosas.
- A pesar del menor crecimiento que muestra Estados Unidos de América en línea con lo esperado, el escenario de crecimiento mundial se mantiene robusto. En tanto, los precios del cobre y del petróleo han vuelto a aumentar, lo que lleva a modificar al alza sus proyecciones para los próximos meses.
- En el último mes no continuó la reducción en el grado de expansividad de las condiciones financieras observado en los meses previos. Ello se advierte en las tasas de interés reajustables de documentos del Banco Central de Chile y en la evolución de los agregados monetarios y del crédito.
- El peso mostró una leve apreciación respecto del dólar y se mantuvo prácticamente estable en términos multilaterales. Con ello, el TCR se ubica en torno a 93,5%.
- El crecimiento de la actividad de mayo mostró una importante recuperación, confirmando la evaluación de que la debilidad de abril fue mayormente transitoria. Sin embargo, las proyecciones sectoriales para el tercer trimestre apuntan a que el empuje de la actividad sería algo menor a lo proyectado en el IPoM. La demanda interna se estaría desacelerando dentro de lo previsto en el segundo trimestre, pero la inversión nuevamente se ve más débil que lo anticipado.
- El crecimiento anual de los salarios no ha mostrado cambios mayores, manteniendo un comportamiento favorable para la estabilidad de precios. Los cambios metodológicos siguen dificultando la evaluación del mercado laboral, pero un primer empalme muestra cierta disminución en la tasa de crecimiento del empleo desde fines del

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

año pasado, una tasa de desempleo que no ha mostrado alzas notorias y un crecimiento de los costos laborales unitarios considerablemente menor que los que se construyen con las cifras publicadas.

- La inflación del IPC de junio se ubicó dentro de lo esperado (3,9%), mientras el IPCX1 volvió a estar marginalmente por debajo. El panorama de corto plazo para la inflación subyacente IPCX1 se mantiene como en el IPoM de mayo, pero el aumento del precio del petróleo lleva a una proyección de inflación de más de medio punto por encima en el plazo de 6 meses. Otras medidas de tendencia inflacionaria no muestran un sesgo particular 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.

Asimismo, indica que respecto de lo que se veía en la reunión anterior, los antecedentes disponibles dan cuenta de un escenario macroeconómico para el segundo trimestre más acorde con el delineado en el último IPoM. En particular, los mejores indicadores de actividad de mayo, que apuntan a que el bajón que mostró la actividad en abril habría sido transitorio en su mayor parte, el buen crecimiento que muestra el componente resto de la demanda interna y la disminución de la volatilidad financiera externa, dan cuenta de un panorama coherente con continuar la estrategia de normalización gradual de la política monetaria. Considerando que las holguras disponibles serían escasas, que se espera un mayor impulso fiscal el próximo año, que distintas medidas de la tendencia inflacionaria ya se ubican en torno a 3% y que las condiciones financieras son aún expansivas, con una tasa de política monetaria por debajo de distintas estimaciones de neutralidad, sigue siendo necesario normalizar la política monetaria para que la inflación efectivamente se ubique en torno a 3% de manera sostenible.

Además de validar la estrategia de normalización pausada, se podría justificar la oportunidad de un alza en esta reunión por algunas de las novedades del mes.

En opinión del señor Valdés, en primer lugar, el mayor precio del petróleo lleva a proyectar un escenario de inflación IPC para los próximos meses bastante más alto que el contemplado en el escenario base del IPoM y de las expectativas que hoy maneja el mercado, y que incluso supera el 4% a fin de año. Si bien este es un *shock* de precios de efecto contractivo, y por una sola vez, es necesario cautelar sus posibles efectos de segunda vuelta, con el riesgo de que éstos sean más significativos dado que las holguras no son amplias. Si se juzga necesaria una reacción de política por este concepto, una interrogante táctica no resuelta es si debería ajustarse la tasa de política monetaria antes o después de que el mercado/analistas/público internalice este *shock*. A este *shock* de precios se suman los efectos de la depreciación del peso. El TCR (spot) se ubica en niveles comparables a los observados en la reunión anterior y por encima del escenario base del IPoM. Su efecto directo en inflación sería de cerca de un cuarto de punto de inflación adicional en el horizonte de dos años.

En segundo lugar, la expansividad de las condiciones financieras internas no ha continuado disminuyendo. Incluso, dependiendo de cómo se ponderen distintos factores, se podría argumentar que ha aumentado. Ello es especialmente notorio en las tasas de interés reajustables de largo plazo, en el M1 y en algunos componentes del crédito.

Señala el señor Valdés que, por otro lado, también hay novedades que podrían justificar mantener la tasa de política monetaria en esta oportunidad. Cada una tomada por separado, no es especialmente informativa, pero en conjunto podrían validar la hipótesis de que las holguras son en la actualidad algo mayores y/o su copamiento podría progresar algo



BANCO CENTRAL DE CHILE

más lento durante este año que lo contemplado en el escenario central. Entre esos antecedentes cabe mencionar: (i) las perspectivas de un crecimiento de la actividad en el tercer trimestre más bien acotado con implicancias para el crecimiento anual; (ii) la considerable disminución de las distintas medidas de expectativas de consumidores y empresas el mes pasado; (iii) la menor demanda por inversión observada en el segundo trimestre; (iv) el bajo impulso que muestra hasta ahora el IPCX1; y (v) el cuadro de holguras, dinamismo del empleo y costos laborales unitarios que se desprende de los ejercicios de empalme de las cifras del mercado laboral. Todos estos antecedentes son coherentes con presiones inflacionarias relativamente acotadas.

Además, hace presente el señor Gerente de División Estudios, que una consideración adicional que eventualmente podría apoyar la opción de otra pausa es la incertidumbre que se enfrenta respecto de cuán expansiva es en realidad la política monetaria y cómo se absorben en la economía las alzas de los últimos trimestres. Como se sabe, este tipo de interrogante es más difícil en la medida en que el estímulo de la política monetaria es menor. Considerando el adecuado comportamiento de las expectativas de inflación y de los salarios, existiría algún espacio para esperar que se acumule más información que permita continuar precisando este diagnóstico.

Por último, señala el señor Valdés, la expectativa mayoritaria para esta reunión es de un aumento de la tasa de política monetaria, por lo que un alza debería ser absorbida sin mayores sobresaltos. Una mantención, en cambio, dado que la inflación reciente ha sido leída por los mercados como sorpresivamente alta, sería más difícil de explicar y tendría mayores efectos en los precios financieros. Adicionalmente, cabe analizar si conviene o no cambiar el sesgo implícito que contiene el comunicado. En la medida en que se estime que los antecedentes de una eventual debilidad cíclica o mayores holguras tienen peso, podría convenir suavizar algo ese sesgo, especialmente si se opta por un alza en la tasa de política monetaria.

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

El Gerente de Investigación Económica, señor Klaus Schmidt-Hebbel señala que respecto a la tasa de política monetaria de junio, las novedades de este mes aparecen *prima facie* como mezcladas para la toma de la decisión de política monetaria de hoy. Parece asentarse un escenario de algo menor crecimiento, mientras que la inflación parece estar bajo control. Sin embargo, escarbando algo más profundo en los datos y su interpretación, aparece una *secunda facie* un poco más nítida.

Hace presente el Gerente de Investigación Económica que respecto a actividad, la estimación más reciente es de un crecimiento en torno a 5,2% para el año entero, menor al 5,5% que se manejaba un tiempo atrás. Pero en el margen se va de menos a más, el crecimiento trimestral desestacionalizado y anualizado fue de 3,5% en el primer trimestre de este año, para pasar luego a cifras proyectadas de 7,3% en el segundo trimestre y 6,8% para el tercer trimestre. Además, la proyección interna del IPoM para el año 2007, de 6%, aún se mantiene y ciertamente parece estar en línea con un crecimiento real fiscal en torno a 8% para el año 2007.

Señala el Gerente de Investigación Económica que, a pesar de décimas más o menos de crecimiento del PIB en el 2006 y en el 2007, la senda de expansión del producto está aún por encima de la estimación del crecimiento potencial, estimación esta última muy concentrada en torno al 5%. Por lo tanto, la brecha negativa del PIB se está cerrando o ya se cerró (en el escenario del IPoM de mayo se cerraba en torno al mes de junio), lo que es



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 95
Política Monetaria
13.07.2006 16.-

coherente con el desempleo actual de 8,6% (y desestacionalizado aún menor), que a su vez es estadísticamente igual a la última reestimación interna de la NAIRU, de entre 8,4% y 8,7%.

Agrega el señor Schmidt-Hebbel que por lo tanto, de ahora en adelante todo punto de crecimiento positivo sobre 5% está generando brechas positivas, en circunstancias que la tasa de política monetaria está bien por debajo aún – entre 100 puntos base y 200 puntos base por debajo, dependiendo del analista y del modelo empleado – del rango de valores razonables para la tasa de política monetaria neutral. Esta dicotomía entre la brecha positiva del producto proyectada para los siguientes doce a veinticuatro meses y la brecha negativa de la tasa de política monetaria puede ser coherente en circunstancias en que estemos en presencia, primero, de una persistencia muy elevada en la toma de decisiones de política del Banco (y esto parece estar validado por la historia) y/o, segundo, de presiones deflacionarias respecto a la meta, es decir, en una situación en que la inflación y más importantemente las expectativas de inflación política estuviesen por debajo del 3%.

Agrega el Gerente de Investigación Económica, señor Klaus Schmidt-Hebbel que sin embargo, respecto a la inflación, el último mes ha deparado novedades en el sentido contrario, que se reflejan en un incremento de la proyección de la variación del IPC total que llegaría a un 4,1% hacia diciembre de 2006 y de las dos medidas de inflación subyacente proyectadas (en 3,5% a diciembre y 3,1% a fines de 2006), estas últimas, por lo demás, por primera vez en muchos años por encima del centro rango meta, ambas combinadas. Agrega, además que se observó un pequeño incremento en las expectativas de inflación aproximadas por la compensación inflacionaria de largo plazo, de entre 20 ó 30 puntos base.

Menciona el señor Klaus Schmidt-Hebbel que además han aumentado algo las expectativas de tasas futuras del mercado, a un rango de 5,75% a 6% hacia diciembre, así como las expectativas de los OMD, que acaban de ajustarse a 5,75% para diciembre. Lo anterior supone entre 3 y 4 alzas de 25 puntos base entre julio y diciembre de este año, vale decir, un alza en promedio cada 2 meses.

Finalmente, a lo anterior, el Gerente de Investigación Económica agrega el hecho de que en las dos reuniones anteriores se ha mantenido inalterada la tasa de política. La conjunción de este último elemento con los antecedentes coyunturales y de política monetaria presentados anteriormente lo lleva a recomendar un alza de 25 puntos base en esta Reunión de Política Monetaria.

El Gerente de Mercados Financieros Nacionales, señor Beltrán De Ramón señala que, en lo más reciente, la trayectoria de crecimiento se ha vuelto más difícil de predecir y, aunque la mejor proyección de la Gerencia de División Estudios es que ésta se sitúe en el rango bajo de la proyección, no se puede descartar que se produzcan sorpresas positivas en los próximos meses, en especial por la fortaleza que muestran la mayoría de los precios de las exportaciones y los aún elevados niveles de consumo privado. En este complejo escenario y con dudas, el señor De Ramón recomienda la opción de subir la tasa de política monetaria en 25 puntos base. Sin embargo, indica que tampoco se puede desechar la recomendación de dejarla en 5,00%.

Señala el Gerente de Mercados Financieros Nacionales que si el Consejo siguiera la primera alternativa, que es subir, el comunicado debiera tener una línea más moderada, *dovish*, recogiendo el escenario de crecimiento en el rango bajo de las expectativas, y considerando que los acontecimientos futuros serán claves en la próxima trayectoria de la tasa de política monetaria. Indica que esta combinación de alza de tasas con comunicado más moderado, se haría cargo de moderar las expectativas de inflación algo más elevadas para los próximos trimestres y dejaría las alternativas abiertas para futuras reuniones de política monetaria.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 95
Política Monetaria
13.07.2006 17.-

Por último, señala el señor De Ramón que, si por el contrario el Consejo optara por mantener la tasa de política monetaria, por tercera vez consecutiva, ello tendría que ser explicado en el comunicado como un cambio relevante en el escenario, ya que de otra manera podría causar confusión. Indica el señor De Ramón que llega a esta conclusión, porque hoy por hoy la mayoría de los agentes están siguiendo con atención la trayectoria de la inflación al alza y no están considerando un cambio significativo en las proyecciones de crecimiento.

Finalmente, señala el señor De Ramón que quiere hacer dos acotaciones más respecto a lo dicho por el señor Ministro. Indica que lamenta lo de Codelco y que no es muy distinto a lo sucedido en los últimos años del Gobierno del ex - Presidente don Ricardo Lagos. Agrega, que tenía entendido que el gasto fiscal podía ser expansivo si se prepagaban créditos, aunque estima que puede que no le haya quedado clara la primera intervención del señor Ministro.

El Gerente de Estabilidad Financiera, señor Pablo García señala que en relación a la consulta que se presenta en esta reunión, cree que se puede dividir en dos. En primer lugar, se refiere a lo que mencionó el Gerente de Mercados Financieros Nacionales, señor Beltrán De Ramón, relativo a la conveniencia de prolongar las pausas, por lapsos de tres meses o más; y en segundo lugar, en caso que lo anterior sea afirmativo, si es conveniente materializar hoy una pausa más prolongada, o bien esperar. Hace presente respecto al primer punto, que los aspectos a favor están en que hoy la inversión y la actividad se encuentran normalizándose algo más rápido que lo previsto y que el crecimiento de los salarios y los precios subyacente sigue siendo bastante moderado. Sin embargo, cree que hay argumentos de igual peso en contra de realizar pausas más prolongadas. En particular, se refiere a lo que señaló el Gerente de Investigación Económica, señor Klaus Schmidt-Hebbel, con respecto al crecimiento del crédito y, quizás del dinero, que aún es muy intenso. El freno de la actividad posiblemente puede responder a efectos rezagados del freno de la demanda interna hacia fines del año pasado; la menor inflación subyacente puede también reflejar con rezago la apreciación cambiaria. Asimismo, hace presente que tendremos inflación sólo transitoriamente en un 3% en los próximos seis meses. Por otro lado, respecto al segundo punto, indica que incluso si se argumentara que es conveniente realizar una pausa más larga en términos tácticos y comunicacionales, ello no es adecuado hoy. Agrega que la señal sería bastante confusa para el mercado, en particular respecto a las perspectivas de crecimiento para este año. Menciona el Gerente de Estabilidad Financiera que en suma, para argumentar la realización de pausas más prolongadas, el argumento central es que el crecimiento del próximo año, y por tanto las presiones inflacionarias, sean significativamente inferiores a las previstas. Finalmente, hace presente que este diagnóstico es aún muy prematuro. El incremento de la tasa de política monetaria en esta ocasión, seguida de dos pausas, permite que en el IPoM de septiembre se comunique, si es necesario, un eventual cambio de diagnóstico de esa magnitud.

El Gerente de División Operaciones Financieras, señor Esteban Jadresic, manifiesta que comparte la opinión del Gerente de División Estudios, señor Rodrigo Valdés, en cuanto a que ésta es una de las decisiones más difíciles de tomar que le ha tocado presenciar desde que participa en las reuniones de política monetaria. Agrega que mirando estrictamente las noticias del mes y en particular por el lado interno de la economía, que es donde realmente dominan las noticias en esta ocasión y particularmente aquellas noticias que inciden en las proyecciones de inflación, cree que es mejor mantener la tasa de política monetaria. Hace presente el señor Jadresic, que por el lado de las noticias de actividad sectorial, al parecer en el tercer trimestre van a estar por debajo de lo esperado y que tendremos un crecimiento para el año no muy distinto que para el crecimiento del año del PIB potencial. Indica que la inversión está más débil, las expectativas de consumidores y de empresas se han deteriorado, los salarios crecen acotadamente, ya que de hecho están bajo el 6% que es un número de



BANCO CENTRAL DE CHILE

referencia, y si se toma el 3% de inflación meta del Banco más un 3% de crecimiento de productividad en el trabajo lleva a un crecimiento del 6% como la cifra de *state state* estamos por debajo, y de hecho los salarios están cayendo en tasas de crecimiento. La inflación subyacente el IPCX1 está por debajo de lo esperado y con una velocidad que de hecho ha caído a nivel del orden del 2% en los últimos meses. Por otra parte, agrega que la información proporcionada por el señor Ministro en cuanto a que la razón del gasto público el próximo año estará por debajo de lo esperado y ello afianza la noción de que la política fiscal va a generar presiones inflaciones más acotadas que las previstas, entonces, en opinión del señor Gerente de División Operaciones Financieras, en conjunto toda esta información indica que las brechas se estarían dejando de cerrar en circunstancias que todavía parecen no alcanzar el pleno empleo y en ese contexto opina que subir ahora la tasa de interés aumenta el riesgo de que una vez pasado el efecto sobre el IPC del aumento del precio del petróleo que se está observando hoy durante el resto del año, la inflación el próximo año entonces caiga por debajo del centro del rango meta. Entonces ese es un riesgo real a tener presente. El señor Jadresic, por otra parte, cree que hay buenas razones tácticas para subir la tasa en esta oportunidad. La primera consideración es que el Banco Central lleva ya un par de años en una estrategia de graduar la tasa de interés de política monetaria y la impresión es que todavía se está por debajo de lo que debería ser considerado como una tasa de interés neutral, al menos si se miran las estimaciones más optimistas, sobre la base de considerar el arbitraje internacional y la percepción también del mercado que es de mirar las tasas largas. Señala, que en Chile difícilmente la tasa neutral está por debajo del 6%. Se puede discutir si está ahí o más arriba. En este contexto de pausar nuevamente, en esta oportunidad, se corre el riesgo de ser interpretado como que el Banco Central abandona esa estrategia de seguir subiendo la tasa de política monetaria y ello si fuese así es complicado, en particular sin la información de los próximos meses, valida la noción que hay que continuar aumentando las tasas para acercarse a la neutral. Manifiesta el señor Jadresic que como la probabilidad de que el Consejo opte por incrementar las tasas los próximos meses no es despreciable, entonces desde el punto de vista táctico le parece que resulta más fácil aprovechar de hacerlo ahora, cuando todos los mercados lo esperan y es preferible la opción de esperar a que exista más información. Sin embargo, señala que si el Consejo opta por este camino hay que ser especialmente cuidadoso con respecto a la forma en que se comunica esta decisión y en particular cree que hay que lograr equilibrio entre justificar la decisión, por un lado, pero por otra parte, dejar muy abierto el camino para aplicar alzas adicionales en el futuro dependiendo de la evolución y de los antecedentes que se van disponiendo en el tiempo. Lo anterior no es fácil pero opina que ese es el camino para intentar resolver ese *trade off*.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco, manifiesta que antes de entrar al asunto que convoca a esta Reunión de Política Monetaria quiere responder la duda planteada por el Gerente de Mercados Financieros Nacionales don Beltrán de Ramón. Sobre el particular, plantea que si un prepagó no es más que un cambio financiero que no incide en el gasto del sector público consolidado, difícilmente puede ser expansivo; menciona que si se toma, por ejemplo, al Banco Central como parte del sector público cancelando una deuda al interior del sector público, el moramiento neto del sector público consolidado no cambia, por lo tanto, el gasto tampoco. Difícilmente entonces la transacción puede tener un efecto expansivo. Señala que esto es un problema de contabilidad básica. Hace presente el señor Ministro que él mencionó que el gasto no cambia, pero dado el mecanismo puramente contable de la regla del superávit, eso implica que la definición de ingresos estructurales es menor y por lo tanto los gastos permisibles son menores, y ese prepagó puede incluso ser contractivo. Agrega el señor Ministro, que si no fue claro en la reunión de la mañana, espera que ahora lo haya sido.

Manifiesta el señor Ministro de Hacienda, que en relación al asunto que convoca a este reunión quiere partir mencionando el hecho que planteó en la reunión de la mañana, sosteniendo que él ve que hay mayor información desde la última vez que se reunieron. Le gustaría resumir sencillamente, diciendo que la proyección del Banco Central que tenía un



BANCO CENTRAL DE CHILE

rango y de hecho, el balance de los riesgos a juicio de este mismo Consejo estaba al alza lo que implicaba que probablemente la proyección estaba en la mitad de arriba del rango, hoy está en la mitad de abajo y eso es información relevante y tiene que ver con todos los aspectos mayoritariamente negativos que ya se han discutido infinitas veces. A su juicio, esto plantea una situación difícil. El señor Ministro menciona que hay tres desafíos y concuerda con los que se han planteado en esta Reunión de Política Monetaria. Reitera que estos desafíos son tanto de política, como de comunicaciones y de tácticas. Manifiesta que esta situación, en esta ocasión, es especialmente relevante. Hace presente que el desafío número uno es compatibilizar esta nueva información con la postura global de un proceso paulatino de normalización monetaria e indica que aquí hay dos cosas que calzar. En relación al desafío número dos, señala que hay que comunicar esto sin desestabilizar las expectativas en una dirección o en la otra; y finalmente, el tercer desafío, a su juicio, es algo tangencial pero no irrelevante. Estima que también hay un desafío táctico-comunicacional en cuanto a guiar al mercado respecto a las fuentes de la inflación reciente. Cree que a los presentes en esta Reunión de Política Monetaria, o al menos a él, no le resultó sorprendente la cifra del IPC de *Healing* por la sencilla razón de que a muchos afecta y si el mercado así lo leyó, piensa que hay un desafío en cuanto a guiar y/o explicar esas expectativas de mercado.

Agrega el señor Ministro de Hacienda, resumiendo la lectura de los datos, que la información reciente sugiere que este proceso de normalización monetaria, podría ser, a su juicio, más corto o más lento dada la real información acerca del curso de la actividad. Señala, además que para enfrentar este desafío, hay que tener la suerte, entre comillas, de que el Banco Central tenga los instrumentos. Por lo tanto, indica el señor Velasco que resaltarían, de las alternativas planteadas por el Gerente de División Estudios y su equipo, dos hechos. En primer lugar, destaca que, de mantenerse la tasa de política monetaria hay un desafío comunicacional que consiste en que la explicación que justifique aquella mantención, que sería la tercera pausa consecutiva, no desestabilice las expectativas creando un clima negativo. Obviamente, hay que entregar información porque ésta sería la base de aquella decisión, pero el cómo y el cuándo serían especialmente delicados.

Finalmente, el señor Ministro de Hacienda menciona que si la decisión fuese la de incrementar la tasa de política monetaria, cree que demuestra un desafío comunicacional que es aún más importante, porque dada una decisión que él interpretaría como táctica si se va a hacer, habría que hacerla ya. Asimismo, menciona que habría que entregar señales muy claras acerca de lo que viene después y su sugerencia o su postura al respecto sería que, de tomarse esta segunda opción, lo que se comunique respecto a lo que viene debe ser especialmente claro en el sentido de comunicar que nos encontramos notablemente más cerca del fin de este proceso de normalización. O sea, esta decisión de política tendría que ir acompañada de un comunicado especialmente *dovish*, de modo de comunicar que hay información nueva, y esta información nueva si bien no se vio reflejada en el alza de la tasa, fue reflejada en la información que el Banco Central le entregará al mercado.

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

El Consejero señor Enrique Marshall agradece al *staff* el material preparado para esta reunión.

Señala el señor Consejero que, en el último mes han surgido novedades que si bien no implican un cambio de escenario, deben ser evaluadas con atención. No obstante, las confusiones observadas en el entorno externo mantienen un sello favorable. La economía global sigue creciendo con vigor y en forma bastante generalizada, incluso las proyecciones de



BANCO CENTRAL DE CHILE

crecimiento para este año se han ajustado marginalmente al alza; para el próximo año prevalece la idea de una desaceleración más bien gradual.

Agrega el señor Marshall que los mercados financieros se han tranquilizado, a pesar de que persiste la preocupación por la inflación y por una intensificación del ajuste al alza en las tasas de interés de los principales bloques económicos.

Asimismo, indica el Consejero señor Marshall, las condiciones financieras para los países emergentes han tenido un giro positivo en lo más reciente, después del deterioro observado en semanas anteriores. Con todo, las condiciones son actualmente menos favorables que las prevalecientes antes de las turbulencias. Señala el señor Consejero que se advierte además una focalización de los deterioros en los países con fundamentos más débiles. Agrega, el señor Marshall que en el último tiempo el precio del cobre ha recuperado una parte importante de la caída observada con anterioridad, todo ello acompañado de una mayor volatilidad. Por su parte, el precio del petróleo se ha empujado hasta los US\$ 75 el barril, confirmando la apreciación de que seguiremos con un precio alto y volátil por mayor tiempo.

En el ámbito interno, señala el Consejero señor Enrique Marshall, las condiciones financieras siguen siendo expansivas, los agregados monetarios y crediticios mantienen tasas de crecimiento elevadas y relativamente estables. Las tasas de interés cobradas a los clientes no muestran cambios significativos y en lo más reciente algunas aparecen incluso bajando. Las tasas largas en pesos han subido algunos puntos base, en tanto las tasas para los papeles reajustables han bajado en el margen.

El tipo de cambio nominal ha descendido levemente después de las turbulencias financieras, pero se mantiene por sobre el nivel proyectado hace algunos meses atrás.

Los nuevos datos de actividad muestran que el débil comportamiento del Imacec de abril fue algo transitorio, las cifras de mayo sorprendieron nuevamente al mercado, pero esta vez con una desviación positiva. Con todo, indica que el ritmo de expansión parece ubicarse algo por debajo de lo anticipado en nuestro escenario base. A ello habría que agregar que permanece presente un grado importante de incertidumbre sobre la evolución futura de la actividad.

Menciona el señor Marshall, que la demanda agregada se desacelera en línea con lo que se había anticipado. Agrega, sin embargo, que la inversión se ajusta bastante más de lo esperado, en tanto el componente resto que incluye el consumo, se desacelera menos de lo anticipado y mantiene un ritmo importante de crecimiento.

Indica el Consejero señor Marshall, que los índices de expectativas para las empresas y los consumidores muestran caídas importantes en lo más reciente que no son fáciles de explicar.

Con respecto a la evolución del empleo, ésta debe ser evaluada con cautela, considerando los cambios metodológicos en las encuestas que sirven de base para estos efectos. Con la información disponible se sugiere una desaceleración en el ritmo de generación de empleo en el último tiempo. Asimismo, hace presente que el costo de la mano de obra crece a un ritmo contenido, similar al de los meses anteriores, sin despertar mayores preocupaciones. En materia de inflación, señala el señor Marshall que las cifras de junio 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, principalmente para el IPC, como resultado de un tipo de cambio más alto de lo anticipado y de alzas en el precio de los combustibles. En cuanto a las expectativas de inflación, las distintas medidas indican que éstas se mantienen bien ancladas en torno al 3%. En suma, le parece que el escenario interno sigue siendo positivo, destacándose como elementos importantes la



BANCO CENTRAL DE CHILE

persistencia de condiciones financieras expansivas; un ritmo de crecimiento de la actividad interna algo menor de lo proyectado; un ajuste al alza de las proyecciones para el precio del petróleo; y, perspectivas de inflación subyacente contenidas, pero con variaciones del IPC para los próximos meses más altas que las anticipadas, debido principalmente al alza de los precios de los combustibles.

El Consejero señor Marshall hace presente que en este contexto las opciones plausibles para esta reunión, coincidiendo con las recomendaciones de la Gerencia de División Estudios son de elevar la tasa en 25 puntos base o mantenerla por tercer mes consecutivo. Ambas opciones podrían justificarse por la información económica disponible. En todo caso, el balance a favor de una u otra parece muy ajustado.

Finalmente, señala el señor Consejero que la estrategia seguida hasta ahora ha consistido en ajustes graduales de la tasa de interés de política monetaria. Si bien la secuencia de ajuste no ha implicado interrupciones prolongadas, el nivel ya alcanzado por la tasa de interés como así también las características de la actual coyuntura llevan a pensar que estamos en una etapa en la cual los ajustes pueden incluso distanciarse significativamente más en el tiempo. De manera que, en opinión del Consejero señor Marshall, ambas opciones son concordantes con la política de normalización esbozada y reiterada en informes y comunicados. Ahora bien, el mercado espera mayoritariamente un alza de la tasa de interés en esta oportunidad. La decisión de mantener la tasa de interés al mismo nivel por tercer mes consecutivo, no sería fácil de asimilar y generaría algún grado de incertidumbre sobre las razones que llevaron a esta decisión. Indica el señor Marshall, que para despejar dudas el comunicado debería reafirmar el proceso de normalización y señalar que éste no ha concluido. La lectura más probable que haría el mercado sería que se ha postergado el ajuste hasta la próxima reunión, lo que sería incorporado de inmediato en las expectativas. La decisión de subir la tasa en cambio, estaría en sintonía con lo esperado por el mercado y reforzaría el anclaje de las expectativas inflacionarias, lo que resulta beneficioso en la actual coyuntura, considerando que existe un mayor grado de incertidumbre sobre la evolución de algunas variables claves. Hecho el balance entre ambas opciones, le parece que la segunda es la que resulta más adecuada. Sin embargo, en su opinión, la decisión de subir la tasa debe ir acompañada de un comunicado moderado del Consejo, que entregue la señal de que las pausas podrían resultar bastante más prolongadas en el futuro.

En consecuencia, vota por subir la tasa de política monetaria a 5,25%.

El Consejero señor Manuel Marfán, agradece el análisis del *staff*, que en esta oportunidad, ha sido especialmente iluminador. Agrega el señor Consejero que el escenario internacional, a su juicio, está menos confuso que hace un mes, aunque el precio del petróleo ha seguido sorprendiendo, los mercados financieros se han estabilizado y las perspectivas de crecimiento de la economía mundial han ganado certidumbre. Sólo la agudización del conflicto del medio oriente de esta semana arroja un marco de incertidumbre, pero aún es temprano para una evaluación del mismo.

Indica el Consejero señor Marfán, que luego de la Reunión de Política Monetaria anterior, donde se decidió introducir una nueva pausa, se suponía que en esta oportunidad sería necesario retomar el camino de normalización de política monetaria. Sin embargo, como surge de la discusión de los antecedentes y de la minuta de opciones, hay elementos nuevos que se han agregado y que conviene sopesar.

Agrega el señor Marfán, que la importación de bienes de capital, si bien se ha desacelerado como supone nuestro escenario central, lo ha hecho a un ritmo mayor al anticipado. El análisis más depurado de las cifras de empleo sugiere que hay efectos estadísticos del cambio de muestra que aunque sobreestiman la tasa de desocupación,

h



BANCO CENTRAL DE CHILE

también sobreestiman el ritmo de expansión del empleo. Con ello, las brechas se estarían cerrando a una menor velocidad que la que se presumía hace un mes, y se percibe que los costos laborales unitarios crecen a un ritmo normal en vez del desborde que se temía. Hay elementos que no están respaldados por la información puramente económica, que ha hecho caer las expectativas de los consumidores y los empresarios y, por último, las medidas subyacentes de inflación crecen a una velocidad menor a la esperada.

Indica el señor Consejero que los elementos previos llevan a estimar que los antecedentes no muestran con claridad si conviene elevar o mantener la tasa de política monetaria, y en este tipo de casos es necesario recurrir a otros antecedentes que permitan un desempate. Estos otros antecedentes, sin embargo, tampoco son conclusivos. Por una parte, varias veces se ha justificado, en situaciones parecidas, el validar las expectativas del mercado. Esto apuntaría, en este caso, en la dirección de subir la tasa de política monetaria ya que de mantenerse, sería muy difícil explicar en un breve comunicado, qué es lo que está detrás de esta decisión. En segundo lugar, hay elementos que permiten anticipar que la inflación medida en doce meses, durante los próximos meses va a estar por arriba de lo que espera el mercado. Indica el señor Marfán que se sabe que es una loma de inflación y que las perspectivas de inflación en el horizonte habitual de política no deberían afectarse. Por lo tanto, no corresponde adoptar una decisión de política económica por un efecto de tan corto plazo en la inflación, pero, sin embargo, resultaría complicado que ante un *shock* de expectativas que significaría el generar esta información no esperada por el mercado, éste la malinterprete. También hay que considerar la aseveración del señor Ministro de Hacienda, respecto del escenario de política fiscal para el año 2007, consistente en que dados los antecedentes en materia de precio del cobre se espera que sea expansiva. Probablemente lo será algo menos de lo que está contemplado en nuestro escenario central, sencillamente por problemas de ajustes técnicos que se desconocían. Esto último apunta en la dirección de que hay un espacio también para una normalización con más pausa.

Finalmente, el Consejero señor Marfán señala que hay un escenario de riesgo que no se consideró en el último Informe de Política Monetaria, pero que le da cierto peso. Indica que el escenario central que se tiene es el correcto, pero no descarta la posibilidad de que la tasa neutral de política monetaria esté por debajo de la que está en el escenario central que se presumía y que, en consecuencia, el grado actual de expansividad de la política monetaria sea menor que el que se tenía contemplado en las decisiones adoptadas hasta ahora. Agrega el Consejero señor Marfán, que estos dos últimos elementos apuntan en la dirección más bien de mantener en esta ocasión que en la dirección de aumentar.

Por último, el señor Marfán estima que es una decisión complicada, pero que en esta ocasión se inclina por lo prudente que es subir en 25 puntos base la tasa de política monetaria. Manifiesta que es fundamental señalar claramente en el comunicado y aún más especialmente en la Minuta que se dará a conocer en tres semanas más, que el grado de expansividad con que queda la política monetaria después de esta decisión, si es que concurre la mayoría de los Consejeros, es menor y que con lo cual la normalización de la política monetaria hacia futuro debiera seguir a un ritmo más lento.

En consecuencia, el Consejero señor Manuel Marfán vota por subir la tasa de política monetaria a 5,25%.

El Consejero señor Jorge Desormeaux agradece también el trabajo preparado por el *staff* y señala que la información relevante para la decisión de hoy incluye cambios, tanto en los escenarios externos como internos. En el plano externo, la alta volatilidad del mes de junio ha dado lugar a un cuadro de mayor estabilidad, con un crecimiento mundial que permanece pujante y condiciones financieras, que pese a experimentar un deterioro, siguen



BANCO CENTRAL DE CHILE

siendo favorables. Señala que cabe destacar, en todo caso, que la reciente alza del precio del petróleo comienza a ser interpretada crecientemente como un fenómeno más duradero.

En el plazo interno, el episodio de alta volatilidad de la economía mundial se tradujo en una leve corrección del *spread* soberano e índices accionarios y una depreciación de alrededor de 3% del tipo de cambio real en relación a mayo. Sin embargo, la expansividad de las condiciones financieras, que habían mostrado una tendencia decreciente en la Reunión de Política Monetaria anterior, tendió a estabilizarse. En el sector real es donde se observan los cambios más significativos. Por una parte, la actividad del mes de mayo ha terminado por confirmar la hipótesis que la desaceleración de abril fue esencialmente transitoria y, por otra parte, los indicadores parciales de actividad y demanda del tercer trimestre muestran un dinamismo inferior al previsto, ello al parecer asociado a un menor dinamismo de la inversión, la que coincide con una importante corrección a la baja en las expectativas de consumidores y empresarios. En tanto, el consumo, la acumulación de inventarios y las exportaciones siguen en línea con el escenario central del IPoM de mayo.

Por último, indica el señor Desormeaux que los diferentes indicadores de inflación se muestran dentro de lo esperado, pero el reciente aumento en el precio del petróleo lleva a proyectar una inflación del IPC que superará levemente el 4% en diciembre. Señala que estos antecedentes son coherentes con la mantención de la estrategia de normalización pausada de la tasa de política monetaria, que en el IPoM de mayo consultaba dos a tres ajustes adicionales de 25 puntos base en lo que resta del año, con holguras decrecientes de capacidad, un mayor impulso fiscal el año 2007 y condiciones financieras que siguen siendo expansivas. Indica el señor Consejero que le parece natural que después de dos pausas sucesivas en la tasa de política monetaria corresponda un nuevo ajuste de modo de validar esa estrategia. Ello se ve reforzado por el impacto que tendrá el alza del precio del petróleo y la depreciación del peso que llevará en los próximos meses a un escenario de inflación más elevado que el proyectado en el IPoM de mayo. El contrapunto aquí, como se ha mencionado repetidamente, es la evolución prevista de la actividad y en particular de la inversión en el tercer trimestre, lo que podría apuntar a una situación de brechas más holgadas de lo previsto. Sin embargo, lo último es sólo una hipótesis avalada por pocos datos efectivos, de modo que al igual que la reunión anterior, estos nuevos antecedentes deberán ser evaluados en la medida que se vayan confirmando y de tener un impacto, éste debiera reflejarse en los movimientos futuros de la tasa de política monetaria, lo que debe quedar debidamente reflejado en el comunicado.

Indica el señor Desormeaux, que además hay una poderosa razón táctica para elevar la tasa de política monetaria en la reunión de hoy. El mercado espera, como se ha dicho mayoritariamente, un alza de 25 puntos base después de dos pausas consecutivas. La mantención de la tasa de política monetaria podría ser interpretada como una validación de las expectativas más pesimistas sobre la evolución futura de la economía, algo que piensa resulta difícil de contrarrestar en el comunicado que emitirá el Banco Central. En consecuencia, vota por un alza de 25 puntos base en la tasa de política monetaria, y solicita que en el comunicado se refleje una evaluación acerca de la trayectoria futura del sector real y de la inflación que surge a partir de los antecedentes discutidos en la Reunión de Política Monetaria de hoy.

El Vicepresidente, señor José De Gregorio señala que el análisis de la Gerencia de División Estudios ha sido particularmente determinante en su visión de la coyuntura. Indica que hace una semana atrás, con una mirada superficial a las noticias del Imacec e inflación, era muy previsible que hoy la tasa de política monetaria debiera subir en 25 puntos base. Sin embargo, un análisis más cuidadoso a la luz de los antecedentes que se han presentado para esta reunión, revela que las opciones hoy están mucho más abiertas.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Indica el señor Vicepresidente que no se referirá en detalle al escenario internacional, el que sigue siendo pujante, a pesar de que el aumento del precio del petróleo tendrá un impacto en el corto plazo sobre la inflación del IPC y ciertamente se debe evitar que haya efectos de segunda vuelta que generen presiones inflacionarias más costosas de revertir, en términos de la restricción monetaria necesaria para anularlas. Sin embargo, agrega el señor De Gregorio, los antecedentes de la evolución de la economía interna muestran un panorama aún más preocupante. A pesar de las últimas cifras del Imacec, es probable que el tercer trimestre sea más lento del que se contemplara para el IPoM, lo que podría representar un debilitamiento algo más permanente que el crecimiento de la economía con la consecuente menor presión inflacionaria.

Por el lado de la demanda interna, el señor José De Gregorio señala que la inversión se desacelera más rápido de lo esperado. También destaca que en el ámbito inflacionario, por un lado, se tienen sorpresas inflacionarias, por el aumento del precio de los combustibles, y la inflación subyacente se encuentra en línea con el objetivo en el horizonte de política, lo que se ve reafirmado por costos laborales unitarios bien contenidos y de acuerdo a las nuevas cifras de empleo, algo menos de lo que se veía hace unos meses atrás.

En este escenario, señala el señor Vicepresidente, la principal razón para subir la tasa de interés es seguir con el proceso de normalización iniciado a fines de 2004, después de haber realizado dos pausas. Esto reducirá la probabilidad de que haya efectos de segunda vuelta del alza del precio del petróleo nocivos para la inflación en el horizonte. Sin embargo, las noticias de actividad y costos indican que habría algo más de holguras, lo que permitiría hacer una pausa más en nuestro proceso de alza de tasas. El riesgo en este último caso, es que los antecedentes acumulados no permitan concluir que esta relativa y no muy significativa debilidad sea persistente. En su opinión, la pregunta central, con toda la información que se tiene, es si se sube en esta reunión o en la próxima la tasa de política monetaria. Estima el señor De Gregorio, que al parecer se está en una zona en la cual los aumentos de las tasas de interés serán más pausados de lo que se venían haciendo en meses previos y no es descartable que se esté más cerca del final del proceso de alza de tasas, de lo que hace un tiempo atrás se pensaba. Esto deberá ser evaluado con mucho cuidado a futuro y pudiera ser apropiado hacer una pausa más para señalar que se ha entrado en una región de mayor lentitud en las alzas de tasas. Señala, que en este caso habrá que indicar claramente en el comunicado del Banco Central que esta pausa, no anticipada, es el resultado de noticias en términos de actividad que han sido más débiles de lo esperado, con menores implicancias inflacionarias. El riesgo es que se dé una señal negativa basada en datos muy puntuales. Por otro lado, indica el señor Vicepresidente se puede subir la tasa, indicando efectivamente que la duración de las próximas pausas será mayor. En este caso, sería más fácil comunicar algo que es ampliamente esperado. Sin embargo, esta segunda opción tiene el gran riesgo de tener que revertirla en el corto plazo, en caso que sea un escenario más vigoroso y con mayores presiones inflacionarias. Decidir entre ambas opciones no es claro y se debería trivialmente a los riesgos y dilemas que se están enfrentando y a las consideraciones que se han hecho hasta ahora. No obstante, el señor Vicepresidente menciona que es prematuro dar una señal de debilidad de la que no se está seguro de su persistencia. Finalmente, menciona que se puede indicar que las pausas serán más frecuentes, que probablemente la estrategia de normalización esté más cerca que lo previsto hace meses atrás y de acuerdo a un escenario que está dando señales de alguna debilidad, pero nada muy fuera de línea con el escenario central.

Por lo anterior, manifiesta el señor Vicepresidente que le parece prudente para afirmar un mejor manejo de todos los riesgos envueltos en esta decisión y asegurar además que no haya efectos de segunda vuelta de las malas noticias por el lado del petróleo, subir la tasa de interés en 25 puntos base y, en consecuencia, vota en tal sentido.

24



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Presidente señor Vittorio Corbo, señala que desde la última Reunión de Política Monetaria se ha observado un fortalecimiento del crecimiento mundial liderado por China y Europa, pese a la desaceleración del crecimiento en Estados Unidos de América. Los mercados financieros internacionales reducen su volatilidad después del fuerte aumento que habían mostrado después de mediados de mayo. Los precios de los bienes primarios, en tanto, han retomado una tendencia al alza. Indica el señor Presidente, que con este cuadro el escenario central de la economía mundial se mantiene favorable, tanto en su ámbito real como financiero. Para la economía chilena todos estos elementos de la coyuntura internacional son positivos, excepto por el nuevo aumento que está experimentando el precio del cobre.

En la economía nacional, las cifras de mayo tienden a validar la hipótesis de que el bajo crecimiento de abril había sido algo transitorio. En términos generales, el cuadro macroeconómico se mantiene alineado con el escenario central del IPoM con un segundo trimestre en que la inversión crece por debajo de lo proyectado y el resto de la demanda interna algo por encima. Las condiciones financieras no siguieron reduciendo su grado de expansividad y los altos precios que ha retomado el cobre hacen pensar que incluso con la regla fiscal la situación fiscal sería más expansiva el año 2007. Lo que sí ha cambiado, indica el señor Corbo, pero sin efectos perceptibles hasta ahora en las cifras macroeconómicas agregadas, son las expectativas tanto de las personas como de las empresas las que muestran un claro deterioro en los meses recientes. Esto último aumenta el riesgo de que el crecimiento del segundo semestre termine algo por debajo de lo proyectado y que las brechas de capacidad tiendan a coparse a una velocidad algo más lenta de lo estimado.

En lo que se refiere a la inflación, la evolución reciente de las distintas medidas de tendencia inflacionaria muestran una leve desaceleración en el margen y, en líneas generales, se encuentran también alineadas con las del escenario central del IPoM. Asimismo, las distintas medidas de expectativas de inflación se mantienen ancladas en torno al 3% anual. En lo que se refiere al costo de la mano de obra, éstos siguen creciendo a tasas en torno del 5,5% anual. En contraste, la inflación del IPC ha aumentado en los últimos meses como resultado de los aumentos en los precios de combustible y, en menor medida, del tipo de cambio. Esto ha hecho que la inflación proyectada del IPC a partir de fines del tercer trimestre se encuentre más de medio punto por encima de lo proyectado en el IPoM y de lo proyectado por el mercado. Más aún, los aumentos recientes en la inflación del IPC incrementan el riesgo que los salarios comiencen a crecer más rápido y que expectativas de inflación se tiendan a desanclar, lo que podría terminar afectando en forma más permanente las distintas medidas de tendencia inflacionaria. Los aumentos recientes en los precios del petróleo incrementan este riesgo.

Señala el Presidente, señor Corbo que con respecto a la decisión de esta reunión, las encuestas de opinión de los analistas muestran que en forma unánime éstos esperan un alza en la tasa de política monetaria, por lo que no habrían cambios importantes en los precios de activos financieros si ésta en efecto se subiera. Por otro lado, señala el señor Presidente que el no hacerlo, puede ser interpretado como que el Banco tiene un panorama esperado para la inflación benigno, lo cual no se condice con las revisiones al alza que han tenido las proyecciones de inflación de corto plazo, unido a los efectos inflacionarios de segunda vuelta que pueden terminar teniendo aumentos como los que estamos experimentando en los precios de los combustibles, para una economía donde las brechas de capacidad han ido desapareciendo. Estas consideraciones recomendarían subir la tasa de política monetaria y continuar con la trayectoria de normalización considerada en el último IPoM.

De otra parte, dado el fuerte ajuste a la baja en las expectativas y las proyecciones iniciales de actividad para el tercer trimestre, no se puede descartar que el crecimiento del segundo semestre resulte menor al proyectado, lo que sugeriría una normalización más pausada de la política monetaria. Esto sería por encima de la mayor

2 40



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 95
Política Monetaria
13.07.2006 26.-

incertidumbre con respecto a cuán cerca se está de la tasa neutral, dadas las condiciones cíclicas de la economía.

Considerando el efecto neto de ambos factores, su decisión también es por subir la tasa otro cuarto de punto ahora, pero al mismo tiempo, señalar explícitamente en el comunicado que, en el escenario más probable, la normalización de la política monetaria sería con pausas más prolongadas de las que se han observado en los últimos trimestres.

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

95-01-060713 – Tasa de Política Monetaria.

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

Comunicado

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

El entorno externo relevante para la economía chilena se mantiene favorable. La volatilidad observada durante las últimas semanas en los mercados financieros internacionales se ha reducido. El precio del cobre se ha vuelto a elevar y el del petróleo alcanza niveles récord.

La demanda interna habría moderado su tasa de crecimiento en el segundo trimestre, en línea con lo proyectado en el último Informe de Política Monetaria. Los indicadores más recientes de actividad apoyan la evaluación de que el bajo registro de abril obedeció principalmente a factores transitorios. No obstante, los antecedentes disponibles apuntan a que el aumento en el ritmo de crecimiento contemplado para el segundo semestre podría ser algo inferior al previsto. Por su parte, el empleo asalariado continúa aumentando con relativo vigor y las condiciones financieras internas siguen siendo expansivas.

La inflación del IPC se ubica en la parte alta del rango meta y probablemente postergue su convergencia hacia el centro de éste durante algunos trimestres, debido a la incidencia del mayor precio de los combustibles. Las medidas de inflación subyacente IPCX e IPCX1 (que excluyen combustibles, perecibles y algunos servicios regulados) se ubican alrededor de 3%. Otros indicadores de la tendencia inflacionaria se mantienen estables y las distintas mediciones de expectativas de inflación continúan ancladas en torno a 3%. Si bien los precios de los combustibles han seguido aumentando, otras presiones de costos están contenidas.

El Consejo estima que, en el escenario más probable, siguen siendo necesarios ajustes pausados de la tasa de interés para mantener la inflación proyectada en torno a 3% anual,



Sesión N° 95
Política Monetaria
13.07.2006 27.-

BANCO CENTRAL DE CHILE

El Consejo estima que, en el escenario más probable, siguen siendo necesarios ajustes pausados de la tasa de interés para mantener la inflación proyectada en torno a 3% anual, en el horizonte habitual de política. La oportunidad de estos ajustes dependerá de los antecedentes que se acumulen, pudiendo ser menos frecuentes que en los últimos trimestres."

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 18.00 horas.

JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Vicepresidente

VITTORIO CORBO LIQI
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