



ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION DE POLITICA MONETARIA N° 87
celebrada el 12 de enero de 2006

En Santiago de Chile, a 12 de enero 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 Nicolás Eyzaguirre Guzmán.

Asisten también:

Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldívar;
Gerente General Interino, don Leonardo Hernández Tagle;
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 Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva;
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;
Gerente de Información e Investigación Estadística,
don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente de Comunicaciones, don Eduardo Arriagada Cardini;
Gerente de Mercados Financieros Nacionales, don Beltrán De Ramón Acevedo;
Asesora Macroeconómica del Ministerio de Hacienda,
doña Bernardita Piedrabuena Keymer;
Jefe Departamento Análisis de Coyuntura, don Enrique Orellana Cifuentes;
Economista Senior Gerencia de Investigación Económica;
don Claudio Soto Gamboa; y
Secretario General, don Jorge Court Larenas.

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

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

El Presidente señor Vittorio Corbo señala que en esta oportunidad, como le ha informado el Gerente de División Estudios, señor Rodrigo Valdés, el Gerente de Análisis Internacional, señor Sergio Lehmann Beresi efectuará la exposición del análisis del escenario internacional y posteriormente el Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Pablo García, expondrá sobre el escenario nacional.

En consideración a lo anterior, el Presidente señor Vittorio Corbo ofrece la palabra al Gerente de Análisis Internacional, señor Sergio Lehmann Beresi.



II. Exposición

El Gerente de Análisis Internacional, señor Sergio Lehmann, señala que el escenario internacional se ha fortalecido, y destaca en primer lugar, los indicadores de actividad económica en los Estados Unidos de América, que se mantienen sólidos. Por su parte, en Europa, las perspectivas se han ido afirmando, especialmente por la mayor confianza de empresas y, más recientemente, alguna mejora en confianza de los consumidores. La economía japonesa, por su parte, ha mantenido una trayectoria relativamente firme y destaca, particularmente, la evolución positiva de la demanda interna.

Señala el señor Lehmann, que en China destaca la revisión del tamaño del sector servicios, que eleva el PIB en torno a 17%. Adicionalmente, agrega que se han revisado al alza las tasas de crecimiento, mientras que los indicadores de actividad mantienen un dinamismo, aunque a un ritmo algo más moderado. La proyección de crecimiento mundial para los próximos dos años se eleva a 4,5% y esto se produce, particularmente, debido al mayor crecimiento de China.

Por su parte, la trayectoria del precio del cobre se presenta más elevada de lo que se preveía hace un mes. De esta manera las perspectivas entonces son más altas, así como también para el precio del petróleo, cuya proyección se revisa al alza para el año 2006. Menciona además, que las presiones de precio en economías desarrolladas se mantienen contenidas. Las expectativas de alzas de la tasa de política monetaria en Estados Unidos de América y en la zona Euro no se han modificado. Las tasas de interés internacional de largo plazo se redujeron respecto a un mes atrás, como respuesta, principalmente, a la Minuta de la Reserva Federal que reafirma la cercanía del término de aumento de tasas; sin embargo, en los últimos días se aprecia una reversión parcial de esa caída.

Hace presente el señor Lehmann, que las tasas de corto plazo en dólares han mantenido una trayectoria al alza, esperando el próximo aumento de la tasa de política monetaria el 31 de enero, que se da prácticamente por descontado por parte de los mercados financieros.

Las condiciones financieras externas se han mantenido ventajosas para Chile bajo este escenario.

Los riesgos, por su parte, se han atenuado respecto del IPoM de septiembre y se mantienen similares respecto de un mes atrás. Sin embargo, el balance en términos de riesgo continúa siendo negativo. En primer lugar se podría enfrentar un deterioro de las condiciones financieras internacionales. Ello podría producirse ante la aparición de presiones inflacionarias en países desarrollados, que llevará a un proceso de aumento de tasas algo más acelerado. Asimismo, existe el riesgo de un alza inesperada y abrupta de tasas de interés de largo plazo y de *spreads*, que han mantenido una trayectoria global más bien a la baja. Tampoco puede descartarse un ajuste desordenado en el desbalance de gastos en Estados Unidos de América, que llevan aumentos significativos e inesperados en las tasas de interés y depreciación del dólar.

Por su parte, el elevado precio del petróleo se mantiene como riesgo sobre crecimiento aun cuando, tal como se señalaba al principio, se ve algo más atenuado. Adicionalmente la trayectoria de precios podría alcanzar niveles más altos de los que se han considerado. Agrega el señor Gerente, que se contempla también como riesgo un descenso de precios de activos inmobiliarios en Estados Unidos de América. Ellos ya han comenzado a mostrar una caída en el margen, y esto podría tener un efecto negativo sobre consumo y crecimiento, particularmente en Estados Unidos de América.



Señala que el actual escenario en algunas economías de América Latina pone una nota de cautela respecto de sus perspectivas hacia el futuro, y finalmente, existe el riesgo de efectos negativos de la gripe aviar sobre crecimiento, especialmente en Asia, aun cuando la magnitud y el efecto propiamente tal, resulta todavía desconocido.

Respecto a los Estados Unidos de América, los indicadores de confianza de consumidores han mantenido niveles positivos. Respecto al empleo, señala que éste ha mantenido una trayectoria positiva, destacando la creación de nuevos puestos de trabajo, que continúa siendo favorable. Asimismo, las solicitudes de beneficio de desempleo han mostrado una trayectoria en los últimos meses más bien hacia la baja. El ISM, índice gerentes de compra, por su parte, se ha mantenido positivo, particularmente alto en el caso del sector servicios. Respecto a producción industrial y ventas minoristas, los indicadores se han mantenido también en la zona de expansión. En el caso de ventas minoristas, excluido autos, se ve una baja en el margen, pero de todas maneras la lectura de los mercados ha sido más bien positiva. Respecto a balance fiscal, se visualiza una mejoría en los últimos meses, no obstante la cuenta corriente ha mantenido una trayectoria negativa, alcanzando a niveles por sobre el 6% del PIB. Ello revela que el grueso del desbalance vendría por el lado del sector privado.

Respecto a la zona Euro, la confianza de consumidores comienza a mostrar una trayectoria favorable, aunque todavía se mantienen en el terreno negativo. Respecto al clima de negocios, tanto en Francia como en Italia y Alemania se ve una trayectoria positiva. En relación al Índice de Gerentes de Compra, tanto de los sectores manufacturero como de servicios, el desempeño ha sido favorable. Señala que estas noticias hacen prever un escenario para Europa en 2006 algo mejor respecto de 2005.

Respecto a Japón, en términos de actividad industrial y exportaciones, los indicadores son positivos; las exportaciones han retomado una trayectoria dinámica, creciendo sobre 10%, y la producción industrial también presenta cifras favorables después de caídas durante la primera mitad de 2005. Respecto al mercado laboral en Japón, la tasa de desempleo ha mantenido una trayectoria hacia la baja. En relación a expectativas de negocios, el Indicador Tankan muestra que las perspectivas han ido mejorando y se mantiene positivo, el balance de los optimistas sobre los pesimistas, el que se encuentra en niveles de 20%. El Índice de Gerentes de Compra también ha mostrado una trayectoria positiva, que se extiende desde inicios del 2004. Respecto a China, señala el señor Gerente que se ven tasas de crecimiento bastante elevadas, en particular para producción industrial e inversión en activos fijos. Si bien en ambos casos se trata de tasas de crecimiento de dos dígitos, se han estabilizado en los últimos meses, dando cuenta de alguna moderación de la expansión en China. Las ventas minoristas también se han estabilizado en términos de su crecimiento, en cifras sobre 10%, y la inflación, que en algún momento fue una preocupación, particularmente a mediados del año pasado, ha mostrado una trayectoria a la baja y hoy día se sitúa bajo 2%. En términos de proyecciones de crecimiento, como señaló en los puntos destacados, las revisiones han sido positivas. Para 2006 se esperaba un crecimiento de 4,4% hace un mes atrás, hoy día se espera un 4,5%. También se ha revisado el crecimiento del año 2005, y esto obedece fundamentalmente al mayor crecimiento esperado de China. Señala el señor Lehmann que se esperaba un crecimiento de 9,3% para esta economía en 2005, y finalmente habría sido un 9,8. Se revisó la serie de PIB para China, desde el año 90 a la fecha, llevando a un promedio para el período 90-99 de 10%, algunas décimas por sobre lo que se registraba anteriormente. Para este año, indica que se está esperando un crecimiento de China de 9%, a la luz de la dinámica que exhibe la economía, algo más acelerada de lo que se contemplaba. Respecto al mercado del cobre, se aprecia que los futuros para los próximos meses se han movido al alza. Los inventarios continúan en niveles mínimos históricos. De acuerdo a esto, se han modificado las proyecciones para el precio de cobre, cinco centavos más de lo que se preveía hace un mes atrás, situándolo en 170 centavos de US\$/libra. Para el próximo año, señala el señor Gerente, se contempla un ajuste en la misma dirección, es decir, cinco centavos más. El promedio efectivo a la fecha durante el año se ubica en torno a 210 centavos de dólar la libra. Indica que algunos bancos de inversión



han comenzado, a la luz de los desarrollos recientes, a hacer revisiones en sus proyecciones. Si bien por ahora las perspectivas que se presentan aparecen algo más optimistas que la de algunos bancos de inversión, ello se debe a que aún no han completado sus revisiones. En particular, se espera que COCHILCO modifique su proyección en los próximos días. Señala que si bien todos los metales han mostrado trayectorias al alza en los últimos meses, en el caso del cobre ha sido particularmente importante. Ello se debería, fundamentalmente, a una respuesta de la oferta más baja de lo que se esperaba.

Hace presente que el precio del molibdeno, que alcanzó niveles récord hacia mediados del 2005, ha mostrado una trayectoria más bien hacia la baja durante este año, y hoy día se sitúa en torno a US\$ 23 la libra. Su evolución ha estado relacionada con la demanda proveniente de China. Respecto del precio del petróleo, también se aprecia un desplazamiento hacia el alza en la curva de contratos futuros. En términos de perspectivas, se mantiene una visión de relativa estabilidad. Sin embargo, indica que, dados los niveles que ha alcanzado el precio spot, esto ha llevado a revisar la proyección que para este año se sitúa en promedio en US\$ 59 el barril; para el 2007 se está previendo US\$ 50 por barril, sin modificación respecto a lo previsto hace un mes atrás. Agrega, que el promedio efectivo a la fecha está en US\$ 63,5 el barril.

Menciona los inventarios de petróleo se han mantenido en niveles adecuados, en particular el Heating Oil, combustible especialmente relevante durante el invierno del hemisferio norte.

En términos de inflación en Estados Unidos de América, se aprecia que tras alcanzar niveles sobre 4% hace algunos meses atrás, ha tendido a caer. En cualquier caso, las medidas *core*, tanto de IPC como PCE, se han mantenido estables en torno a 2% en 12 meses. En el caso de la zona Euro, se observa una situación similar; la inflación alcanzó niveles sobre 2,5% hace algunos meses atrás y ha tendido a caer posteriormente. La medida *core* también se ha mantenido estable, en este caso por debajo de 1,5% en 12 meses.

En el caso de las tasas de interés de largo plazo, los niveles en los casos de Estados Unidos de América, zona Euro y Japón se muestran relativamente estables en el último mes.

En cuanto a la evolución de paridades, se ha visto en el margen una depreciación del dólar con respecto del euro y del yen. En el caso de las monedas exportadoras de commodities, se ha visto una relativa estabilidad, mientras que en el caso de América Latina, las monedas exhiben una apreciación marginal durante el último mes.

El premio por riesgo de economías emergentes, medido por el EMBI Global, se ha mantenido estable en el último mes. En el caso de Chile, se tiene que el spread ha mostrado más bien una tendencia al alza, aunque bastante marginal. Si se excluye el bono Codelco, que agrega en torno a 12 ó 13 puntos base al EMBI de Chile, la conclusión es la misma.

En materia de movimiento de capitales hacia economías emergentes, se mantiene un flujo positivo. Ello está en línea con la búsqueda de retorno por parte de inversionistas internacionales y el mayor apetito por riesgo que exhiben, lo que ha favorecido especialmente a las economías con bajo grado de inversión.

A continuación, el Presidente señor Vittorio Corbo ofrece la palabra al Gerente de Análisis Macroeconómico.



III. Exposición

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Pablo García, señala que la evolución de la macroeconomía en los últimos meses continúa indicando que el actual ciclo económico expansivo no ha comprometido la estabilidad de precios. Por su parte, la actividad, el gasto y el empleo siguen creciendo, y la tendencia inflacionaria y las expectativas de inflación, tras subir luego del incremento del precio de los combustibles en los meses recientes, han vuelto a 3%. Los mercados financieros han reflejado la gradual normalización de las condiciones monetarias. También en los últimos meses se dio un fortalecimiento significativo del peso, más allá de lo que indican sus determinantes de largo plazo. En su conjunto, los desarrollos recientes no producen perturbaciones significativas en las perspectivas de tránsito gradual hacia un crecimiento de tendencia, con una inflación proyectada en torno a la meta y una normalización de la política monetaria.

Señala el señor García, que las perspectivas para la economía internacional han mejorado en los últimos meses. El crecimiento global se ha fortalecido, al igual que los términos de intercambio gracias a que el precio del cobre se mantiene en niveles récord. El precio del petróleo se ha situado algo por sobre US\$ 60 el barril, por debajo de los elevados niveles vistos hacia fines de agosto por el impacto de los huracanes en el Golfo de México. Los incrementos de la inflación en las principales economías desarrolladas han mostrado hasta ahora un carácter transitorio, asociado al comportamiento de los combustibles, mientras las condiciones financieras para economías emergentes se mantienen favorables. Los bajos niveles de los premios soberanos han amortiguado, en parte, el impacto de aumentos medidos de tasas de interés en las economías desarrolladas.

Hace presente el señor García, que hacia el mediano plazo, más allá de este año, se sigue esperando una normalización de las extraordinarias condiciones externas actuales. Los términos de intercambio deberían caer gradualmente a medida que se atenúe el ciclo favorable del precio del cobre y las condiciones monetarias externas continúen normalizándose.

También indica, que en el país, luego de un período relativamente prolongado en que las tasas de interés de mercado se mantuvieron bajas, se ha observado un ajuste al alza. Las perspectivas de una subida transitoria de la inflación, los incrementos más recientes de la Tasa de Política Monetaria y el aumento de las tasas de interés externas, generaron un incremento de las tasas de mercado de los títulos de mediano y largo plazo emitidos por el Banco Central de Chile, en particular de los reajustables. En las últimas semanas, este efecto se atenuó gracias al impacto de los bajos registros inflacionarios recientes, una mayor normalidad en el precio internacional de los combustibles y la sorpresiva apreciación del peso, en las expectativas de inflación.

El costo del financiamiento hipotecario como del que enfrentan las empresas ha comenzado a reflejar el desplazamiento al alza de la estructura de tasas de interés de los últimos meses. Las tasas de interés de los créditos hipotecarios han aumentado, al igual que las de los créditos comerciales. Las condiciones de financiamiento no bancario para las empresas, aunque aún favorables, reflejan el alza de las tasas de interés de mediano y largo plazo. Esto se aprecia en el comportamiento general del mercado bursátil en el cuarto trimestre del año pasado y en el ritmo de colocación de bonos corporativos.

No obstante lo anterior, señala el señor Gerente referido, que la política monetaria sigue siendo expansiva. La Tasa de Política Monetaria se encuentra aún por debajo de los niveles considerados neutrales, lo que se refleja también en la trayectoria esperada de la Tasa de Política Monetaria que se deduce de la estructura de tasas de interés. Por otro lado, el crédito a personas y empresas sigue expandiéndose con vigor y, el crecimiento anual de los distintos agregados monetarios ha vuelto a incrementarse.

4



El peso se ha apreciado de manera significativa, tanto en términos reales como nominales, desde el cierre del último IPoM. En ello ha incidido los mejores términos de intercambio, así como la liquidez y el alto apetito por riesgo en los mercados internacionales. Con esto, el peso se ubicaría en niveles más apreciados que los que se obtienen de varias estimaciones para el tipo de cambio real coherente con sus determinantes fundamentales de largo plazo, en particular el precio del cobre. Con una política fiscal menos austera, la apreciación del peso habría sido mayor. Agrega, que como supuesto metodológico para las proyecciones de este IPoM, se considera que el peso en términos reales se depreciará moderadamente en el horizonte de proyección, en línea con el escenario base de normalización de las condiciones externas.

Por otro lado, menciona que la demanda interna ha continuado creciendo con vigor, en especial su componente importado. El consumo ha seguido siendo poco sensible al mayor precio de los combustibles, probablemente por la combinación del favorable entorno para el financiamiento de los hogares y el dinamismo del empleo. Las compras durables tienen un ritmo de crecimiento significativo, al que, además de los factores previos, ha contribuido la apreciación del peso.

El dinamismo de la formación bruta de capital fijo volvió a sorprender en el último trimestre de 2005. Sin embargo, excluyendo hechos puntuales ligados a la internación de material de transporte, las importaciones de bienes de capital se han mantenido estables en niveles más altos que los previstos, lo que de todas formas modifica levemente al alza el crecimiento de tendencia para el 2006.

El incremento de la inversión, fundamentalmente en bienes de capital importados, y la caída del ahorro privado, asociado al fuerte incremento del consumo durable en su mayor parte también importado, sugiere que hogares y empresas están aprovechando las actuales circunstancias para acercar los stocks de capital y de durables a niveles deseados. Como esto sería un fenómeno que se produciría de una sola vez, es congruente con la ampliación del déficit privado y la percepción que la reciente apreciación real del peso tiene algún grado de transitoriedad.

Señala el señor García, que el volumen de exportaciones retomó su tendencia de crecimiento anual, tras la desaceleración puntual de algunos envíos industriales en el tercer trimestre de 2005. Durante el año recién finalizado el volumen de las exportaciones mineras cayó, esperándose una reversión solo gradual para los próximos años, a medida que se incorporen nuevos proyectos en la minería del cobre. Las importaciones, en tanto, han reflejado las tendencias de la demanda interna.

Se estima que la cuenta corriente cerró el año 2005 con un leve déficit. Medida a precios de tendencia para los principales productos de importación y exportación, y con tasas de interés externas más cercanas a sus valores de largo plazo, la cuenta corriente tendría un déficit algo mayor a 2% del PIB. Detrás del saldo balanceado de la cuenta corriente existe un comportamiento marcadamente disímil entre el sector público y el privado. El primero, acumulará un superávit algo superior a 4% del PIB, y el segundo un déficit de magnitud similar. Así, el sector privado ha acomodado, en parte por la vía del endeudamiento, el efecto real sobre su ingreso disponible derivado de las sustanciales alzas del precio del petróleo. Este proceso no se estaría acentuando, esperándose, por el contrario, que la demanda interna comience a desacelerarse en el curso del primer semestre de este año.

Hace presente el Gerente de Análisis Macroeconómico, que con la información disponible, que incluye tres décimas de mayor PIB por revisiones en el sector de comunicaciones, se estima que la actividad habría crecido 6,3% en el 2005, esperándose para el 2006 una convergencia gradual hacia una expansión de tendencia, llegando a un crecimiento de entre 5¼% y 6¼%. Este patrón de crecimiento agregado responde al desarrollo natural del ciclo económico luego de ocho trimestres de expansión.



La productividad del trabajo se mantuvo estable en el segundo semestre de 2005, tras el importante incremento de principios del año pasado. Las remuneraciones nominales crecen en torno a 6% anual, con lo que los costos laborales unitarios aumentan en el margen más que la inflación subyacente. Más allá del componente pasajero que ello posee por el patrón de la actividad y la expansión que sigue mostrando el empleo asalariado, el escenario de mayores costos es cualitativamente congruente con lo proyectado en IPoM previos, siendo uno de los factores que subyacen tras la normalización de la inflación de tendencia.

Los vaivenes de los precios de algunos productos perecibles han inducido un alto grado de volatilidad en la inflación en el último tiempo. Indica el señor García, que tras un aumento significativo en parte del tercer y cuarto trimestre, se observa una normalización de estos precios, que llevaría a variaciones anuales negativas de ellos dentro de un año.

En el escenario central de proyección, en la medida en que las holguras de capacidad se copen —lo que ya podría estar ocurriendo en algunos sectores—, se espera una inflación subyacente mayor que en los últimos dos años, algo por sobre 3%. Esto último sería transitorio y vinculado esencialmente al ciclo económico y, en menor medida, al efecto pasajero del mayor precio del petróleo. En cambio, la inflación anual del IPC debiese ubicarse por debajo de 3% por varios trimestres de este año y el próximo, incluso cerca de 2% en meses puntuales, producto del cambio de base de comparación por los elevados precios de los combustibles y los perecibles durante parte de 2005. Este escenario es congruente con el supuesto metodológico de que durante los próximos trimestres la normalización de la política monetaria procede a un ritmo comparable al implícito en los precios de activos financieros durante las últimas dos semanas. Esta velocidad es además inferior a la que se observó en la segunda mitad del año pasado.

Las distintas medidas de expectativas de inflación han caído de manera importante, tras aumentar por la incertidumbre asociada a la persistencia y propagación del alza del precio de los combustibles y de bienes perecibles. Ello tiende a confirmar el escenario previo, donde el efecto inflacionario del mayor precio de los combustibles es pasajero y la inflación converge a 3% en un horizonte de 12 a 24 meses.

Por el lado de los riesgos internacionales, señala el señor García que parece menos probable un deterioro abrupto de las condiciones financieras globales, por mayores presiones inflacionarias en países desarrollados, o por alzas inesperadas de las tasas de interés de largo plazo y de los premios soberanos. El financiamiento del déficit de la cuenta corriente de Estados Unidos de América aparece ahora como más sostenible, apoyado por un mercado financiero bien desarrollado y abundantes recursos provenientes, en su mayoría, de países exportadores de productos básicos y de Asia. En la medida en que la economía estadounidense siga con un alto dinamismo, se reduciría la probabilidad de un ajuste abrupto y desordenado del desbalance global de gastos. Por otro lado, indica, que no se puede descartar que el favorable ciclo del precio del cobre se prolongue y se acentúe más de lo estimado. Menciona también, que siguen presentes los riesgos globales geopolíticos y de terrorismo, no descartándose efectos negativos de la gripe aviar en el crecimiento, especialmente de Asia.

El alto precio del petróleo y sus posibles consecuencias mantienen riesgos a la baja sobre la actividad mundial, y tampoco se descarta que dicho precio pueda ser mayor al actual. En Estados Unidos de América, la corrección del precio de los activos inmobiliarios podría mermar su consumo y restar dinamismo a la economía mundial. Los mercados muestran cierta cautela respecto de las perspectivas económicas para la región, lo que en algunas economías ha generado incrementos del premio soberano y un deterioro de variables financieras.

Hace presente el Gerente mencionado, que internamente, los riesgos de menores presiones inflacionarias se relacionan con la incertidumbre de si la aceleración de la inflación del IPCX1 de los trimestres recientes responde al cierre de holguras, acorde con el escenario central, o al



traspaso del mayor precio de los combustibles. Esto sólo se dilucidará con el paso del tiempo. Además, señala que no puede descartarse que la fortaleza del peso persista por más tiempo junto con favorables condiciones externas. Por su lado, los riesgos de mayores presiones de precios se relacionan con que la desaceleración de la demanda interna, que en alguna medida ya se vio a fines de 2005, no continúe. Ello conduciría a un aumento del déficit de la cuenta corriente a precios de tendencia y/o a mayores presiones sobre las brechas y la inflación.

Como siempre, menciona que existen dudas respecto de la magnitud efectiva de la actual brecha de capacidad. Sin embargo, cree que esto no parece indicar riesgos más acentuados en una u otra dirección. Así, en su conjunto, estima que el balance de riesgos tanto para la actividad como para la inflación está equilibrado.

El Presidente ofrece la palabra para comentarios.

Consulta el señor Ministro si el Banco tiene las cifras respecto de cuál es la sensibilidad que presenta la Cuenta Corriente Fiscal, respecto de las variaciones de precio del petróleo y del cobre, es decir, cuántos centavos de cobre que ingresan a la cuenta corriente compensan las alzas del petróleo.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Pablo García indica al señor Ministro que dicha información la verificará para la reunión de la tarde, sin embargo hace presente que, en el caso del cobre, la cifra tomando en cuenta todos los efectos por el lado de la balanza comercial, como por transferencias y rentas es alrededor de 40 millones de dólares por centavo.

Señala el señor Ministro que el precio del cobre ha subido por dificultad de oferta, pero que se sabe que en la curva lo que importa no solo es lo puntual sino que cuáles son las perspectivas de aumento y por lo que ha estado viendo, las expectativas de precio futuro aparecen con una gran variación. Al respecto, consulta si efectivamente la dispersión de las proyecciones es más grande que lo habitual, o sea, si hay mucha incertidumbre de reacción de oferta y en qué escenario nos vamos a manejar a futuro.

Responde el Gerente de Análisis Internacional, que ha escuchado también cifras en torno a US\$ 3 la libra para el precio del cobre. Ahora, en términos de perspectiva de producción, señala que ahí es bastante más acotado, se espera un incremento de la oferta de aproximadamente 5% para este año. En general, estas proyecciones no están demasiado alejadas respecto a los valores efectivos, tal vez la incertidumbre viene fundamentalmente por el lado de la demanda que se espera crezca algo por debajo de esa oferta 4% y eso da sustento a pensar más bien que el precio del cobre debería tender hacia la baja a futuro, y que por lo tanto, pensar en cifras en torno a US\$ 3 le parece, a la luz de estos antecedentes, un poco outlier.

El Presidente señor Vittorio Corbo, señala que la pregunta específica es qué pasa con la distribución de las proyecciones.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que en el mercado futuro hay agentes que están colocando dinero y ello si bien no da una muestra de dispersión, que es la pregunta del señor Ministro, sí es cómo el promedio de los agentes que sí están dispuestos a apostar.

El señor Ministro de Hacienda consulta por qué el promedio de los futuros para 2006 está en 195 y mucho más arriba que las proyecciones. Señala que también ocurre lo mismo el 2007 y se pregunta si la razón es que existe un premio por riesgo.



El Gerente señor Lehmann indica que efectivamente hay elementos de premio particularmente influenciados por el precio spot. Agrega, que la Gerencia efectuó un estudio respecto a la capacidad predictiva del precio futuro y en general en el corto plazo son buenos, pero a mediano y largo plazo, las proyecciones de los bancos de inversión y, en particular, del Banco Central de Chile resulta mejor que los precios de futuro.

El Gerente de División Operaciones Financieras señala, que también hay que tener presente que lo que entregan los agentes, generalmente se entiende como una proyección respecto al escenario central más probable, en cambio el futuro puede ser más bien entendido como un promedio en valor esperado de distintos escenarios, y lo que suele ocurrir en el caso del mercado del petróleo es que hay escenarios de precios muy altos, con una baja probabilidad, que tienden a producir que ese promedio del valor esperado sea más alto que la proyección para el caso más probable y ello es una fuente adicional que suele llevar a que el futuro esté por arriba de las proyecciones de los agentes.

El Presidente señor Vittorio Corbo, comenta que otro aspecto que debe tenerse en cuenta es que también las fechas son muy distintas en todas esas proyecciones y no se actualizan con la misma frecuencia.

El Gerente señor Lehmann señala que respecto a la inflación en Japón, no hay mayores novedades, salvo que el IPC *core* ha empezado a mostrar algunas cifras positivas en los últimos meses, lo que es una buena noticia a la luz de una demanda interna algo más fuerte y en el caso de tasas de política monetaria se ve que los cambios respecto a un mes atrás son bastante marginales, y que las expectativas respecto a cuál va a ser la tasa los próximos meses no ha cambiado en nada sustancial.

El señor Ministro consulta qué sucede con el petróleo, que parece estar bajo el *core*.

Responde el señor Lehmann, señalando que en el caso de Japón, hay una definición respecto a *core* que no es equivalente a la que se conoce o a la de Estados Unidos de América, ya que ellos incluyen, dentro de la inflación *core* los combustibles. Hay una lectura del IPC *core* Japón que, incluyendo combustible, está en el rango positivo.

En relación al impulso monetario, el señor Ministro consulta cuál es la medida de tasa neutral consistente con el crecimiento potencial. El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor García señala que el crecimiento de tendencia que tenemos implícito en nuestras proyecciones es un 5%. La tasa neutral para la tasa corta, en un horizonte de 24 meses, es 6,5% nominal, es decir, un 3,5% real. En consecuencia, tenemos una tasa real corta neutral de 3,5% y un crecimiento de tendencia que es 5%. El Consejero señor Manuel Marfán, señala que la tasa de interés real que equilibra la balanza de pagos no tiene por que ser la misma tasa de interés real que permite converger el crecimiento.

El Consejero señor Manuel Marfán, en relación al escenario de crecimiento para el PIB de demanda agregada, señala que, para el año 2005, le parece que el crecimiento de maquinaria y equipo importado es demasiado alto; también los bienes de consumo durables, preferentemente importados, han sido muy dinámicos. Consulta, para tener una noción del orden de magnitud de este crecimiento, cuál es la estimación de la demanda interna no exportable del año 2005. El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Pablo García señala, que en la cifra de 11,1% hay cinco puntos que pueden ser demanda interna doméstica y seis puntos aproximadamente que son demanda interna exportada.

4



El Consejero señor Marfán se refiere a que su consulta dice relación con un problema de causalidad, ya que el Banco hace política monetaria porque afecta la demanda agregada, lo que a su vez afecta el crecimiento, en la medida que esa demanda se traduzca en mayor requerimiento de bienes y servicios producidos nacionalmente. En su opinión, si esa mayor demanda agregada se está destinando preferentemente a bienes de capital importado y a bienes de consumo durable también importados, entonces no necesariamente se va a traducir en un crecimiento.

El Presidente, señor Vittorio Corbo, suspende la Sesión a las 13:30 horas e informa que la misma se reanudará a las 16:00 horas.

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 87.

El señor Presidente señala que antes de pasar a las Opciones de Política Monetaria, el señor Gerente de Análisis Macroeconómico dará respuesta a la consulta que efectuara el señor Ministro en la reunión de la mañana, en cuanto al impacto del precio del petróleo en la cuenta corriente fiscal. Al respecto, el citado Gerente señala que un dólar de precio del petróleo tiene un impacto entre 70 y 100 millones de dólares; y agrega, que en el caso de precio del cobre, un centavo de dólar implica alrededor de 60 millones de dólares en la cuenta corriente.

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

El señor Gerente de División mencionado informa lo siguiente:

1. En la reunión de política monetaria de diciembre, el Consejo decidió mantener la tasa de interés en 4,5% anual. En esa decisión se consideró que, si bien el entorno externo relevante para la economía chilena seguía siendo muy favorable, la expansión reciente de la actividad era menor que en meses pasados, mientras la inflación anual del IPC y su proyección de corto plazo descendían, influidas por la rápida normalización del precio de los combustibles y la significativa apreciación del peso. Se justificó esta pausa en la trayectoria de normalización de la política monetaria por las noticias de actividad, tipo de cambio y precios, y sus implicancias sobre la trayectoria esperada de la inflación.
2. Hace presente el señor Valdés, que las principales novedades desde la última reunión son las siguientes: El panorama externo se mantiene muy favorable, especialmente por la persistencia del elevado precio del cobre, el afianzamiento de proyecciones de crecimiento robusto de la actividad mundial y convenientes condiciones financieras para países emergentes. No obstante, en los últimos días el precio del petróleo ha vuelto a aumentar.
3. En el país, señala que luego de algunos meses en que la actividad tuvo una desaceleración, los datos más recientes apuntan que este fenómeno habría tenido un importante componente transitorio. En efecto, liderado por un repunte de la industria, la estimación de crecimiento del cuarto trimestre de 2005 aumentó medio punto, con lo que el crecimiento del año habría sido 6,3%.
4. La tasa anual de generación de empleos volvió a disminuir, e incluso el empleo desestacionalizado cayó en los últimos meses, aunque explicado por el comportamiento del componente por cuenta propia. El empleo asalariado, por el contrario, sigue



creciendo con fuerza. La tasa de desempleo desestacionalizada tuvo un leve aumento luego de la sostenida caída que exhibió desde octubre de 2004. La tasa de crecimiento de los costos laborales unitarios sigue aumentando, reflejando tanto el efecto de la mayor inflación de los últimos meses como el de una menor expansión de la productividad.

5. Las condiciones financieras en Chile se mantienen considerablemente expansivas. De hecho, la ya alta tasa de crecimiento del crédito continúa aumentando, en particular los préstamos a empresas, mientras el crecimiento de los agregados monetarios ha vuelto a repuntar, en especial el del M1A. Luego de la significativa apreciación de noviembre, el peso ha mostrado una leve depreciación respecto del dólar (equivalente a 1,5% en los tres días previos a cada reunión). Aun así, en términos reales continúa por debajo de varias proyecciones de largo plazo coherentes con términos de intercambio normales.
6. La inflación del IPC y la de las medidas subyacentes IPCX e IPCX1 fueron similares a lo proyectado hace un mes. La tendencia inflacionaria y las expectativas de inflación a plazos más largos están en línea con el centro del rango meta.
7. Las proyecciones preparadas para el *Informe de Política Monetaria* de enero consideran que, luego de un repunte adicional, el crecimiento de la actividad gradualmente converge al del PIB de tendencia. A su vez, la inflación subyacente mostraría un aumento transitorio y acotado durante los próximos dos años, mientras la inflación del IPC disminuiría hacia el centro del rango meta, ayudada por la baja esperada del precio de los combustibles, con algunos vaivenes que reflejan el efecto de bases de comparación. Señala el señor Gerente de División Estudios, que todo esto ocurre bajo el supuesto de normalización gradual de la política monetaria y de las condiciones externas, así como de una moderada depreciación del peso en términos reales. En concreto, indica que se proyecta un crecimiento del PIB de 5,8% para el 2006 y una inflación promedio de 3,2% el 2006 y 2,8% el 2007.
8. Con los antecedentes disponibles, y al igual que el mes pasado, las opciones que le parecen más plausibles son mantener la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual o aumentarla en 25 puntos base.
9. Señala, que ambas opciones son coherentes con el escenario central de proyecciones que incluye, como supuesto de trabajo, entre cuatro y cinco alzas de la Tasa de Política Monetaria durante los próximos doce meses. Indica, que tanto una pausa como un incremento en esta oportunidad permiten implementar esta trayectoria. Por lo mismo, no le parece que exista un argumento categórico a favor de una u otra opción.
10. Por un lado, al igual que el mes pasado, se puede argumentar a favor de aumentar la Tasa de Política Monetaria considerando (i) que todavía está por debajo de niveles de tasas que se evalúan como neutrales; (ii) que la economía ya no requiere de un impulso importante y (iii) la conveniencia de realizar este ajuste de manera gradual. La evaluación actual de que las brechas de capacidad están en proceso de coparse, la tendencia inflacionaria se encuentra en torno a 3% y el crecimiento de los costos laborales unitarios continúa marchando hacia los niveles coherentes con la meta, constituyen, en su opinión, argumentos que apoyan la idea de que la economía no requiere de un estímulo especial.
11. En esta oportunidad, además, el argumento de llevar la política monetaria hacia la neutralidad ha cobrado algo más de importancia debido al robusto comportamiento reciente de los agregados monetarios y del crédito. Ello da cuenta del riesgo de que la política monetaria esté siendo más expansiva de lo supuesto en el escenario central. Señala que a esto se agrega el riesgo de que una segunda pausa se entienda como un



cambio significativo en la trayectoria de tasas, aplanando la curva de rendimiento, o que sea difícil de entender, ya que solo algunos días después se darán noticias de que la economía habría superado los cálculos de los analistas para el 2005.

12. Otro riesgo que podría justificar un aumento de la Tasa de Política Monetaria es el nivel que ha alcanzado el precio del petróleo en los días recientes y, especialmente, la posibilidad de que no se materialice la disminución de precios supuesta en el escenario central de proyecciones.
13. Por último, señala que cabe mencionar que el cambio de ritmo de ajustes desde cinco alzas consecutivas, seguidas de dos pausas es difícil de explicar, e incluso podría entenderse como una sobrereacción del Banco Central de Chile a noticias transitorias, cuando el escenario macroeconómico parece no tener mayores modificaciones. Cree el señor Valdés, que se debe recordar, sin embargo, que en el ínterin sí se enfrentó un *shock* de precios específicos, que tuvo algún impacto en las expectativas de inflación y que hizo recomendable una disminución más rápida del impulso monetario. Le parece que los ajustes pasados son precisamente los que posibilitan hoy ajustes más graduales.
14. Por otro lado, estima que a favor de la mantención se puede argumentar que el propio ritmo de ajustes previsto en el escenario central de proyecciones y por el propio mercado para los siguientes meses, supone algunas pausas consecutivas. Una en esta reunión, por lo tanto, no implica ajustes futuros más rápidos ni eleva la inflación proyectada por sobre el centro del rango meta.
15. Cree que mantener la tasa también permite esperar que se tenga más información, de manera de corroborar que la desaceleración del tercer trimestre y el mes de octubre fue efectivamente transitoria. Señala el señor Gerente de División Estudios, que hasta ahora se tiene sólo un mes de datos coherentes con este diagnóstico y podría valorarse tener más información al respecto. La solidez del gasto interno, por su parte, se ha orientado básicamente a mayores importaciones de bienes durables y maquinaria y equipos, por lo que no ha tensionado la capacidad productiva.
16. Finalmente, estima que si bien el tipo de cambio ha mostrado una depreciación marginal en los últimos días, se mantiene por debajo de los valores supuestos para las proyecciones. Ello abre la posibilidad de que la fortaleza del peso sea más persistente y el riesgo de que las presiones inflacionarias sean algo menores que las consideradas en el escenario central. Además, en la medida en que se evalúe que el nivel que ha alcanzado el tipo de cambio puede reflejar algún grado de sobrereacción, y ésta tiene consecuencias negativas para la economía, existiría a su juicio, otra justificación para mantener la Tasa de Política Monetaria en esta oportunidad.
17. Hace presente el señor Valdés, que para esta reunión las expectativas del mercado están inusualmente divididas, aunque se inclinan algo más a un alza que a una mantención. Ello implica que cualquiera sea la decisión, ésta a su parecer debería tener algún efecto en los precios financieros, situación que se podría moderar a través de la redacción del comunicado.

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

El Gerente de Investigación Económica, señor Klaus Schmidt-Hebbel, señala que, en relación a la reunión de diciembre de 2005 se han observado novedades significativas. Primero, en las condición externas, se revisó al alza el crecimiento mundial y de los socios comerciales; segundo, aumentó el precio de los dos *commodities* más importantes para Chile;

4



tercero, se redujo el costo del financiamiento externo en forma importante, reflejado en el traslado casi horizontal de la curva de rendimiento de Estados Unidos de América y de la zona Euro, de entre 30 puntos base y 50 puntos base. Respecto de segundos momentos o riesgos externos, disminuyó el riesgo de aterrizaje brusco de los mercados financieros internacionales, por el déficit en cuenta corriente de los Estados Unidos de América, y, no obstante el alza de las proyecciones del nivel del precio del cobre para 2006-2007, existe un mayor riesgo de adicionales alzas futuras. Estas novedades externas se complementan con similares novedades positivas en lo interno. Primero; se deshizo el temor de una caída brusca en actividad y crecimiento, vale decir, ahora se percibe que el “*soft patch*” en crecimiento agregado e industrial tuvo un componente temporario más elevado de lo anticipado previamente, lo que quedó parcialmente reflejado en un alza en la proyección de crecimiento para el cuarto trimestre de 2005, desde un 5,1% a un 5,6%. Con ello se reafirma la proyección de crecimiento para 2006, en una estimación punto de 5,75% (en el IPoM). Estas estimaciones y proyecciones del PIB efectivo, consistentes con una proyección de crecimiento del PIB potencial en torno a 5%, implican que la brecha de producto se está tornando de negativa a positiva (en el algún momento de 2006), a un ritmo de un punto porcentual por año. Segundo; se agrega la depreciación del TCR efectivo de 2,8% (no obstante los continuos aumentos en el precio del cobre durante el último mes) desde la última Reunión de Política Monetaria. Tercero; hace presente la sorpresa de incrementos inesperados en el volumen de ventas de viviendas. Cuarto; siguiendo meses anteriores de sorpresas en la misma dirección, nuevamente los agregados crediticios y los agregados monetarios presentan tasas de crecimiento inesperadamente elevadas, lo que constituye condiciones monetarias muy expansivas por el lado de los *quántum*, que complementan los condiciones también muy expansivas por el lado de los precios financieros y las tasas de interés, que contribuirán a sostener un fuerte crecimiento del gasto agregado en el 2006. Quinto; agrega, que las proyecciones de inflación para el horizonte de política son – en promedio y para las distintas medidas del IPC total y subyacente en distintos plazos – muy cercanas a 3%, proyecciones que son consistentes con el alza en la tasa de política monetaria desde el nivel de esta mañana, en 4,5%, hasta un 7,3% en el año 2008. Sexto; las proyecciones de corto y mediano plazo de medidas alternativas de inflación están en un rango entre 2,8% a 4,5%. Séptimo; se mantiene (no disminuye) la significativa tasa de crecimiento del empleo asalariado, no obstante la caída del empleo por cuenta propia, pero este guarismo, consensuadamente se está descontado por el alto componente de ruido que presenta esta variable. Al mismo tiempo se observa un aumento del costo de la mano de obra a aproximadamente 6%, sin precedentes en los últimos 6 a 7 años. Finalmente, señala que se han observado aumentos en distintas medidas de expectativas de inflación y compensaciones por inflación, incluyendo las observadas en las últimas 48 horas, hacia niveles que están convergiendo, desde abajo, nuevamente al 3%.

Indica, que cabe consignar que todavía la distancia entre la tasa de política monetaria actual y la tasa de política monetaria neutral estimada por el Banco excede de 250 puntos base, en una coyuntura en la cual la distancia entre el producto efectivo y el potencial es cercana a cero. Señala el señor Gerente de Investigación Económica, que el escenario central de proyecciones del Banco Central (reflejado también en el IPoM), supone un alza de 127 puntos base en la tasa de política monetaria, entre el primer trimestre de 2006 y el primer trimestre de 2007, lo que implica exactamente cinco alzas en la tasa de política monetaria en los siguientes doce meses, incluyendo la eventual decisión que se adopte en esta reunión. La proyección anterior se puede comparar con la tasa *forward* a 12 meses, cuyo último valor (6-10 de enero) está en un valor de 5,97%, lo que supone seis alzas de tasas en los siguientes doce meses, incluyendo la decisión que eventualmente se tome en esta ocasión.

Finalmente le parece muy importante señalar que, después de una sucesión de cinco alzas de la tasa de política monetaria hasta el mes de noviembre 2005, se hizo una pausa en diciembre de 2005. Seguir ahora con una segunda pausa implicaría transmitir al público y a los mercados que el escenario central y las novedades han empeorado significativamente o transmitir la información que el Banco Central ha cambiado su función de



política monetaria. Además, una segunda pausa en la normalización de la política monetaria sería inconsistente con las expectativas mayoritarias del mercado. Concluye el Señor Schmidt-Hebbel manifestando que, a la luz de lo expuesto, es aconsejable que se proceda a un alza de 25 puntos base en la tasa de política monetaria.

El Gerente de División Operaciones Financieras, señor Esteban Jadresic, indica que comparte lo que señaló la Gerencia de División Estudios, en el sentido que las dos opciones relevantes son subir la tasa de política monetaria o mantenerla, lo cual también es la percepción del mercado, que está dividido entre ambas posibilidades. Por cierto estima que ambas opciones no son muy diferentes, en la medida que se comparta el criterio de que aún no se completa el proceso de normalización de la política monetaria, y que lo que falta todavía por realizar se efectuará de modo gradual.

A su juicio, un aspecto clave que ayuda a guiar la decisión que se tome es que esta ocasión significará una señal respecto al ritmo al cual se estima continuará el proceso de normalización de la política monetaria; así también una señal respecto al grado de coherencia con el cual el Banco Central va tomando sus decisiones en el tiempo. A su juicio, ambas consideraciones inclinan la balanza en el margen, y con algunos riesgos, a favor de mantener la tasa en esta oportunidad. En primer término, cree que ello es más coherente con las decisiones tomadas en la segunda mitad del año pasado, ya que hacia el tercer trimestre lo que se tenía previsto era continuar con una normalización a un ritmo de dos veces por trimestre aproximadamente, pero después hubo sorpresas inflacionarias en septiembre y octubre y, en ese contexto, se aceleró el proceso de normalización de la tasa de interés para evitar los riesgos inflacionarios y el potencial desanclaje de expectativas que eso podía ocasionar. El resultado es que ahora, después de esa política, se tiene una tasa de interés más alta que la que estaba prevista en el escenario central del IPoM pasado, y de hecho sólo falta un incremento más para llegar al 4,75%, que se suponía tendríamos en marzo próximo de acuerdo a las proyecciones. Hoy día, respecto de brechas, las proyecciones son similares en relación a las que se tenían en el IPoM anterior, de hecho algo más altas, pero muy similares. En consecuencia, cree que desde esta perspectiva, tomarse una pausa hoy es más coherente, ya que compensa el sentido del ritmo más rápido que la tasa en el segundo trimestre del año pasado.

El Gerente de Política Financiera, señor Luis Óscar Herrera, señala que concuerda también con el análisis de la Gerencia de División Estudios y también con lo que han manifestado los Gerentes que lo han antecedido. Le parece que existe un entorno externo que está afianzado y que, probablemente, va a continuar empujando el crecimiento de la economía en los próximos meses. Indica que las condiciones financieras son expansivas, la demanda interna y el producto, a pesar de que han habido aspectos contradictorios, básicamente van respondiendo de acuerdo a lo previsto. Las brechas continúan cerrándose o ya se han cerrado por completo y también una aceleración aunque leve y más lenta de lo esperado, en la inflación y en los costos laborales. En el escenario central se presentan hacia delante estas variables macro que irán convergiendo gradualmente, linealmente casi hacia su valor de equilibrio de largo plazo, pero en lo personal, piensa que esa convergencia no va a ser tan lineal ni tan gradual. Cree que el precio del cobre va a disminuir, pero sin que pueda precisarse cuándo ocurriría, y cuando ello ocurra, probablemente se producirá en forma más abrupta. Indica que, lo mismo sucede con el precio del petróleo; el tipo de cambio se ha depreciado y continuará sin saber cuándo ocurrirá eso. Probablemente, por el lado real el crecimiento de la demanda, en las condiciones actuales, tanto financieras como externas, se presenta difícil a medida que las economías han ido acumulando confianza por la trayectoria de crecimiento; que las condiciones financieras y crediticias continúan siendo favorables, por lo que es difícil pensar que se va a dar una desaceleración gradual, aunque va a ocurrir en algún minuto, pero no en forma gradual. Por lo tanto, ve que este escenario es un riesgo importante



y que la desaceleración de la demanda que se ha visto recientemente continúe por un tiempo; que tome más tiempo en detenerse y que eso lleve a un ritmo de normalización de la política monetaria que tiene que ocurrir un poco más temprano que tarde. Por el contrario, si el mercado percibiera que el Banco se ha quedado atrás respecto de ese ritmo de corrección, cree que puede tener más volatilidad para las variables financieras y en particular, para el tipo de cambio, por lo tanto estima que la graduación de los ajustes en el tiempo es algo importante. Dicho esto, cree que hacerlo en enero o febrero, corregir o hacer esos ajustes, es indiferente. Personalmente, se inclina por hacer el incremento ahora, pero considera, que tampoco hay un énfasis especialmente distinto para hacer esa corrección en un mes o en otro, en la medida que esa trayectoria de corrección esté más cargada a la primera parte del año.

El Gerente de Mercados Financieros Nacionales, señor Beltrán De Ramón, señala que la decisión de mantener o subir la tasa de política monetaria no es una decisión fácil. Agrega que su recomendación es subir la tasa en 25 puntos base, conjuntamente con un comunicado *dovish*.

Hace presente que lo que se está anunciando hoy es un cambio en el ritmo de alzas de la tasa de política monetaria, orientadas a 4 a 5 alzas para el año 2006. Ello debe compararse con 5 alzas en las últimas 6 Reuniones de Política Monetaria..

Le parece que este cambio de ritmo se puede lograr por dos vías: con una decisión de mantener, y con comunicado *hawkish* o con una decisión de subir con un comunicado *dovish*.

Cualquiera de los dos, en la medida que se trate de un comunicado adecuado, es indiferente desde el punto de vista de la señal de tasas. Sin embargo, cree que la primera opción, que es mantener con un comunicado *hawkish*, puede ser mal interpretado por el mercado, ya que podría tomarse como que el mundo político y el sector real le dobló la mano al Banco Central de Chile y, peor aún, que este último privilegia, en esta coyuntura, más el tipo de cambio que la inflación.

Indica, que se sabe que la decisión de mantener es una reacción apropiada a una inflación esperada que está situándose bajo el 3%. Sin embargo, duda que esto sea asumido por el mercado y el público en general, si aún la presión por el tipo de cambio está latente.

Al mismo tiempo, cree que va a ser difícil de explicar por qué se hace una nueva pausa -dos seguidas- si antes se efectuaron cinco alzas continuas.

Por el contrario, una decisión de subir en su opinión no compromete el objetivo de inflación, ya que al mismo tiempo se puede comunicar que las alzas serán más esporádicas a futuro. Asimismo, la decisión de mantener es coherente con un aterrizaje suave, pero no brusco. Un alza cada trimestre a partir de hoy.

El señor Ministro de Hacienda señala que comúnmente se cree que asiste a estas reuniones con un sesgo político. Sin embargo, afirma que los presentes somos personas serias en política económica, y por tanto opinamos como economistas profesionales velando por lo que es mejor para el país y no para la coyuntura, como es el caso de las elecciones. Agrega, que dado los rezagos de la política monetaria, la decisión que se adopte hoy, no le afecta al Gobierno. También destacó la coordinación que se ha tenido con el Banco en todos estos años y una de las pruebas más fehacientes de ello, es la postura común que ha tenido el señor Presidente del Banco y el Ministro de Hacienda, respecto de temas cambiarios que han tenido gran repercusión en el último tiempo. Recuerda que cuando asistió a la primera reunión



se acordó un alza de tasa, no obstante que el Ministerio de Hacienda había anunciado la política de superávit estructural, o sea, que se había señalado claramente que atendido que la posición estructural del Fisco del año 1999 era inferior a uno, se iba a tener una política fiscal contractiva; en el año 2002 se subió la tasa dos veces y finalmente, se terminó con una inflación negativa. Durante los años 2001 y 2002, no obstante que permanentemente desde el Ministerio de Hacienda se estuvo planteando la necesidad de ser más proactivo, tanto en materia de intervención cambiaria como en términos de baja de tasas, se nos argumentó, constantemente, que corríamos el riesgo de que el tipo de cambio subiera demasiado y se desanclaran la expectativas, cuestión que era un riesgo real, que no niega. El caso es que las expectativas no se desanclaron, el tipo de cambio no subió y tampoco la inflación lo hizo desmedidamente y, las estadísticas duras dicen que la inflación subyacente hasta ese momento, salvo los primeros meses del año 2000 siempre han estado por debajo del 3%.

El señor Ministro agrega, que el riesgo que el mercado continúe extrapolando las condiciones corrientes de los términos de intercambio, como más duraderas de lo que son, los riesgos van a persistir y por tanto, las presiones hacia la apreciación del tipo de cambio van a continuar y puede ser que tengan una postura muy difícil con tasas de interés más altas, con un dólar sustantivamente más bajo y con una inflación del IPC *headline* debajo del 3%. Cree que el mayor problema que el Consejo enfrenta hoy es haber efectuado cinco alzas consecutivas y, eventualmente, tener dos pausas, lo que él hizo presente sistemáticamente cuando ellas se produjeron.

El Vicepresidente señor De Gregorio quiere hacer una aclaración respecto a la historia de estas alzas, en el sentido que las bajas de tasas agresivas del Banco Central empezaron en el mes de enero de 2002; en el período 2001-2002, el Banco no fue tan activo en esta materia. Durante el segundo semestre del año 2001, se produjo la intervención masiva y única, y con apreciación sobre el tipo de cambio, ya que era el momento en que el Banco estaba consciente que la tasa debía bajar; sin embargo, se esperó una mayor turbulencia para proceder en tal sentido. Es así que durante el primer semestre del año 2002, se bajaron las tasas prácticamente todos los meses, desde 6,5% hasta 3% o 3,5% durante el primer semestre de ese año.

El Presidente señor Vittorio Corbo, le hace presente al señor Ministro que la decisión a que se refiere se tomó con las tasas que había en ese momento y está seguro que el Banco Central actuó tratando de crear las condiciones para mantener la inflación controlada, que es un gran activo para construir un país, ya que fueron épocas difíciles para todos y está cierto que el Banco tomó la decisión con la mejor información que contaba. Personalmente estima que cinco alzas el año pasado fue una decisión tremendamente dura, pero fue una medida que el Banco debió adoptar para tratar de evitar que se desanclaran las expectativas y pagar un tremendo costo, pero cree que en la historia económica del país va a ser considerada como una política tremendamente acertada. Agrega que le parece que la decisión en esta oportunidad es casi de carácter táctico y que se tendrá que analizar con mucha frialdad cuál es el momento adecuado para actuar. Finalmente expresa, que en el tiempo que le ha tocado compartir en el cargo de Presidente con el señor Ministro, la coordinación ha sido óptima, con una conversación muy franca y los intercambios de opiniones tienen que ver solamente con los aspectos técnicos, como corresponde a cualquier Presidente de Banco Central con el Ministro de Hacienda.

El señor Ministro de Hacienda agrega, que sus comentarios dicen relación con la función legal que le corresponde, atendido el carácter autónomo del Banco, de dar su opinión externa como Ministro de Hacienda y para recalcar, que en lo sustantivo, han estado siempre de acuerdo y, que en el margen piensa que el Banco, cuando ha tenido coyunturas difíciles más



bien se ha inclinado razonablemente hacia minimizar el error de apresurarse al tomar una decisión.

El Consejero señor Desormeaux señala que quiere hacer una consideración al respecto. Se trata de un alcance que hizo el Ministro también el año 2000, considerando que es el único Consejero de esa época que se encuentra en el cargo. Agrega que en aquella oportunidad, efectivamente se ajustaron las tasas de interés en dos oportunidades, y después de eso la economía mostró una desaceleración y empezó a aumentar el desempleo. Indica que quiere recordar al Ministro que la causa de estas decisiones fue la caída de los mercados accionarios. Al respecto, señala que un solo mercado, el *Nasdaq*, perdió siete trillones de dólares, y naturalmente se interrumpió la expansión de la economía mundial, la más larga que haya conocido el mundo hasta ese momento. Indudablemente señala, lo anterior afectó a la economía chilena y eso hace que si uno analiza las decisiones previas, éstas aparezcan como inconsistentes, pero había buenas razones para proceder como se hizo.

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

El Consejero señor Enrique Marshall, aprovecha de agradecer al staff los Informes que han preparado para esta reunión. Señala, que comienza destacando los antecedentes que le parecen relevantes para adoptar una decisión sobre la tasa de política monetaria, en esta oportunidad.

Agrega el señor Consejero, que las condiciones externas que enfrenta la economía siguen siendo muy favorables y que los riesgos de inflación en los países industrializados permanecen acotados; la actividad interna muestra el desarrollo de un ciclo expansivo que tiende a converger hacia un crecimiento de tendencia, si bien el gasto ha seguido creciendo con vigor las proyecciones disponibles anticipan una desaceleración para este año. La tendencia inflacionaria muestra una rápida convergencia hacia los valores centrales del rango meta: las expectativas permanecen bien ancladas; los valores esperados por el mercado para los próximos 12 a 24 meses apuntan al 3%; el peso permanece apreciado en términos nominales reales y no se esperan ajustes drásticos en el futuro próximo. Si se hace un balance de las novedades producidas desde la última reunión, las positivas dominan a las negativas, y el mercado espera que el Banco Central prosiga ajustando la tasa de interés, pero admite que la corrección puede seguir distintos cursos y ritmos a lo largo del año.

El Consejero señor Marshall agrega que en lo que se refiere a la decisión que corresponde adoptar en esta reunión las expectativas están bastante divididas, como se ha señalado. Con estos antecedentes las dos opciones son atendibles en esta oportunidad, coincidiendo plenamente con lo señalado en la Minuta de la Gerencia de División Estudios por mantener, por segundo mes consecutivo, la tasa de política monetaria o bien aumentarla en 25 puntos base. Indica que ambas opciones son concordantes con la política de gradual normalización de las condiciones monetarias y financieras que siguen siendo la política correcta para estas circunstancias, sin embargo ambas opciones conllevan riesgos.

Por un lado está el riesgo de tener que reaccionar con mayor intensidad en los próximos meses si los agregados crediticios siguen expandiéndose como lo han hecho y el gasto no se ajusta con lo proyectado.

Por otro lado, está el riesgo de afectar innecesariamente el normal desarrollo del ciclo por el que atraviesa la economía.



Estima, que haciendo un balance, el riesgo de postergar un ajuste de 25 puntos base le parece menor, considerando que la corrección esperada es perfectamente compatible con distintas secuencias de ajustes a lo largo del año.

Por estas consideraciones, el señor Marshall vota por mantener la tasa de política monetaria en su actual nivel.

El Consejero señor Manuel Marfán, como siempre, agradece el análisis del *staff*, y señala que en esta oportunidad los beneficia por la preparación del Informe de Política Monetaria que será dado a conocer la próxima semana. Hace presente que respecto de la coyuntura internacional, se ha retomado una trayectoria ascendente de los precios de las materias primas especialmente el petróleo y el cobre y se corre el riesgo de que esa trayectoria sea más empinada que la considerada en el escenario central. Agrega que se ha reducido la probabilidad de un ajuste brusco en los Estados Unidos de América y las expectativas son que el ciclo de alzas de tasas en esa economía está llegando a su fin. En el frente interno, se ha evidenciado una desaceleración de la actividad la que en el escenario central se asume transitoria. La evidencia detrás de ese supuesto es más bien circunstancial, la corrección de las cifras del año por la incidencia del sector telecomunicaciones muestra con más nitidez esa desaceleración a lo largo de 2005. El dinamismo de la demanda interna, en tanto, ha tendido a concentrarse en la inversión en bienes de capital importados y en el consumo de bienes durables importados. Las perspectivas de inflación finalmente son tranquilizadoras para el horizonte habitual de política; los costos laborales unitarios, si bien se han acelerado, están dentro de la trayectoria consistente con el logro de la meta; el tipo de cambio nominal ha dejado de apreciarse desde la Reunión de Política Monetaria anterior, aunque el nivel del tipo de cambio real sigue por debajo de sus fundamentos de largo plazo; los precios de los activos tienen implícita una trayectoria de la tasa de política monetaria en el mediano plazo que es consistente con el escenario central en torno a cuatro y cinco alzas de 25 puntos base para este año, y para esta oportunidad, en particular, las opiniones están divididas. En este contexto, señala el señor Consejero, que hay buenos argumentos para mantener o para elevar la tasa de política monetaria.

Hace presente el Consejero señor Manuel Marfán, que el argumento principal, que a su juicio inclina la balanza, es la consideración del error de tipo dos, es decir cuál es el costo en que se incurriría de mantener la tasa, cuando lo correcto hubiera sido subirla; vis a vis cuál es el costo de subir la tasa cuando lo correcto hubiera sido mantenerla. En el primer caso, un costo importante de mantener, a su juicio, cuando lo correcto fuera subir, sería un eventual aplanamiento de la curva *forward*, es decir, que el mercado interpretara esta segunda pausa como una modificación más profunda en el ritmo de aumento de tasas hacia futuro, y ese es un efecto que no desean, ya que con el escenario central están tranquilos con la curva *forward* actual.

Sin embargo, señala el señor Consejero, que la probabilidad de que esto ocurra tiene que ver con cuál es el golpe de expectativas que una eventual mantención pudiera generar. Asimismo, hace presente que el hecho de que el mercado esté tan dividido muestra que, en realidad, una mantención no debiera sorprender a los analistas. También hay algún costo marginal en términos de la trayectoria de muy corto plazo del tipo de cambio nominal, que pudiera eventualmente acelerarse y la actividad también pudiera sobreacelerarse, pero que no son de alto riesgo dado los montos pequeños, y que en futuras reuniones de política monetaria, esos son efectos que eventualmente pudieran revertirse.

Manifiesta el señor Marfán que en el segundo caso, es decir, si subieran la tasa cuando lo correcto fuera mantenerla, tiene como costo aumentar la actual brecha cambiaria en el sentido de que si el tipo de cambio real actual está por debajo de sus fundamentales de largo plazo, la decisión de política si tiende a acentuar esa brecha o a reducirla, no son de costos



simétricos, y también puede tener el efecto de generar una partida falsa desde el *soft patch* que están recién experimentando y por lo tanto, a su juicio, los efectos del error de tipo dos, en este segundo caso, tienden a inclinar la balanza a que los costos de equivocarse son menores al mantener hoy día, en vez de los costos en que se pudiera incurrir si elevaran la tasa. Finalmente, señala que no es correcto incluir en las deliberaciones el hecho de si hay o no presiones políticas en sus decisiones, ya que a su juicio, es tan incorrecto ceder a esas presiones, como tomar exactamente la decisión opuesta para demostrar que no ceden a ellas, porque en cualquiera de los dos casos significa que las presiones influyeron en la decisión y al respecto, afirma que lo correcto es que éstas no influyan en la decisión, la que se debería tomar con absoluta libertad de conciencia. Por lo tanto, su voto es por mantener, en esta oportunidad, la tasa de política monetaria.

El señor Marfán hace presente, que la redacción del comunicado debe ser muy clara respecto del ritmo o de la evolución de la instancia de política hacia futuro, de manera de evitar lo que a su juicio pudiera ser un costo de esta decisión, que es el aplanamiento de la curva *forward*.

El Consejero señor Jorge Desormeaux, manifiesta que en el Informe que ha entregado la Gerencia de División Estudios se señala, que desde la última reunión de política monetaria se han afianzado las favorables condiciones externas tanto en materia de actividad como de condiciones financieras y, en el plano interno, nos indica que la información más reciente sugiere que la desaceleración del tercer trimestre tenga un carácter transitorio, aunque en un plazo más largo la economía, se encamina hacia un crecimiento más cercano al potencial. Las condiciones financieras en Chile, por su parte, siguen siendo considerablemente expansivas, lo que se ve reflejado en un aumento del ritmo de crecimiento del crédito, mientras los agregados monetarios han vuelto a crecer a tasas muy elevadas. En el plano de los costos, la tasa de crecimiento de los costos laborales unitarios sigue aumentando, reflejando una aceleración en el crecimiento de las remuneraciones y una menor expansión de la productividad. No obstante esto, las mediciones de inflación subyacentes así como las expectativas de inflación a plazos largos convergen al centro del rango meta. Ello se relaciona sin duda con la credibilidad que tiene el compromiso de este Banco Central con su meta inflacionaria, después de cinco alzas de tasas consecutivas interrumpidas por una pausa en la reunión anterior. La posibilidad de cumplir con este compromiso por cierto, depende críticamente de la trayectoria futura de la tasa de política monetaria. Señala que de acuerdo a las estimaciones de la Gerencia de División Estudios, la trayectoria de la tasa de política monetaria que garantiza una convergencia de la inflación a la meta en nuestro horizonte de proyecciones, consulta alrededor de cinco alzas de 25 puntos base en los próximos doce meses y otras cuatro alzas de 25 puntos base, en los siguientes doce meses. Para los próximos doce meses entonces, la velocidad de ajuste promedio debería ser una de algo más de 30 puntos base por trimestre, o sea, un poco más de un alza de 25 puntos base por trimestre; ello sería consistente con la posibilidad de que, en esta ocasión, el Banco Central adopte una pausa detrás de otra pausa.

Sin embargo, el Consejero señor Desormeaux cree que hay buenas razones para pensar que esa no es la decisión ideal. En primer lugar, porque si bien las condiciones internas y externas han cambiado respecto de los últimos trimestres del año pasado, no es fácil explicar dos pausas seguidas después de cinco alzas consecutivas. Señala, que esta acotación ha sido repetida por varios participantes en esta reunión y a ello se suma el hecho de que los agregados monetarios y el crédito se muestran algo exuberantes, lo que da cuenta del riesgo de que la política monetaria esté siendo más expansiva de lo que supone nuestro escenario central. Una evidencia en tal sentido, es la fuerte expansión que muestran las ventas de viviendas en los últimos meses. Otros riesgos que apuntan en esa misma dirección, se refieren a la disminución prevista para el precio del petróleo. Agrega el señor Desormeaux, que la hipótesis de nuestro escenario central podría no materializarse, y ello ocurre en el momento



en que se empiezan a copar las holguras de capacidad en economía y los costos laborales unitarios se aceleran. Ello nos lleva a pensar que los riesgos de la opción de mantener la tasa de política monetaria en el día de hoy son algo mayores que los de la opción alternativa, pero tal vez el argumento que más peso tiene en favor del alza de 25 puntos base en la reunión de hoy es de carácter comunicacional, como dice acertadamente la Gerencia de División Estudios.

Hace presente que recientemente el Gerente de Mercados Financieros Nacionales señaló que el paso del ritmo de ajuste de cinco pausas consecutivas a uno de dos pausas seguidas no es fácil de explicar. Ello puede entenderse equivocadamente como un cambio de objetivos de parte del Banco Central de Chile, en reacción a noticias transitorias y todo esto, en un momento en que los antecedentes disponibles apuntan a un fortalecimiento de las condiciones internas y externas de la economía chilena.

Por último, el Consejero señor Jorge Desormeaux señala, que para finalizar se quiere referir a las expectativas de mercado, que mayoritariamente esperan un alza de la tasa de política monetaria, y desde este punto de vista la mantención de la tasa de política monetaria en el día de hoy tendrá el carácter de una sorpresa, que podría crear confusión en el mercado. Por estas razones, se inclina a favor de la opción de aumentar la tasa de política monetaria en 25 puntos base, en el día de hoy y, por consiguiente, vota en tal sentido.

El Vicepresidente señor José De Gregorio, señala que la decisión de hoy día es particularmente compleja. No por los costos que pueda tener una u otra decisión, sino porque a su juicio existen muy buenas razones tanto para mantener como para subir la tasa en 25 puntos base. Por otro lado, el Vicepresidente señor De Gregorio indica, que dada la información actual, lo más probable es que si en esta reunión no se suben las tasas se hará en una próxima.

Agrega el señor De Gregorio, que en todo caso, las condiciones financieras hoy día son expansivas y en nuestro escenario base éstas se deben ir reduciendo gradualmente en nuestro horizonte de política. La actividad y el empleo han estado creciendo de manera saludable; el escenario internacional y sus perspectivas son mejores que algunos meses atrás y la única sombra, es el elevado precio del petróleo. Este escenario internacional es más inflacionario.

Asimismo, el Vicepresidente don José De Gregorio indica que los costos laborales se han estado normalizando. Hace presente, que desde el punto de vista de la estrategia de reducción pausada del estímulo monetario, ésta resultó en una seguidilla de alzas de tasa, y el mes pasado se realizó una pausa.

El señor Vicepresidente manifiesta que todo esto sugiere subir la tasa de política monetaria, para continuar con el proceso de normalización de tasas. También hace presente, que en todo caso es importante señalar, que esta estrategia independiente de la decisión que se tome hoy día, sigue vigente, aunque la oportunidad de las pausas, así como la velocidad de reducción de la expansividad de la política monetaria es algo que hay que ir viendo cada mes, y es aquí donde el juicio del Consejo es fundamental y no mecánico.

Sin embargo, las noticias inflacionarias son muy positivas. Probablemente, algún mes la inflación superará el techo del rango meta, pero en una magnitud muy pequeña y por un período más breve que el que estimábamos hace un tiempo atrás. A pesar de la normalización de la inflación subyacente, ésta sigue avanzando a un ritmo moderado. Asimismo, la apreciación del peso también tiene implicancia respecto de una menor inflación, lo que abre espacios para mantener la tasa de interés. Recuerda el señor De Gregorio, que en el escenario base se espera una depreciación moderada, aunque no se puede descartar que dadas las buenas condiciones internacionales, esta depreciación no ocurra. Con la evolución



de las tasas implícitas en nuestras proyecciones, la inflación convergerá al centro del rango meta, pero la convergencia más precisa se dará más allá de nuestro horizonte de política, probablemente hacia mediados del año 2008. En consecuencia, para cumplir con nuestra meta de inflación, expresada en términos de convergencia, nuestra proyección de inflación en un horizonte de 12 – 24 meses, la mantención de la tasa de política monetaria sería más consistente con este objetivo. Desde el punto de vista de las expectativas de mercado, éstas están divididas. Por su parte, los argumentos para subir tasas han tendido a enfatizar más la evolución de la actividad que su impacto sobre los precios y las perspectivas de inflación. Ciertamente, existe una relación entre actividad e inflación, pero esta última está también determinada por muchos otros factores, que hoy día estarían apuntando a una menor velocidad de convergencia de la inflación, hacia el centro del rango meta.

Finalmente, el Vicepresidente señor De Gregorio hace presente, que siempre es posible y deseable apelar a los riesgos de mantener o subir las tasas para tomar una decisión. Señala, que de hacer una pausa, es posible que nos quedemos atrás de la curva si los efectos de segunda vuelta, los shocks del petróleo o las presiones sobre los precios de una actividad y demanda creciendo dudosamente, empiezan a repercutir sobre la inflación, antes de lo esperado. En este caso, la solución sería acelerar el paso más adelante. Sin embargo, este riesgo le parece poco probable, dado que no se han desviado del ajuste monetario previsto para este año. En el caso de subir y que las presiones inflacionarias cedan aún más, se corre el riesgo de comenzar a desviarse por debajo de nuestro objetivo inflacionario, lo que no le parece deseable dada la evolución de la inflación en el último par de años. Más aún, le parece que en el caso de mantener la tasa, es más fácil corregir una desviación con aceleración del aumento de tasa, que en caso de aumentar la tasa, terminar con pausas muy prolongadas.

Insistiendo que en su opinión, los costos de equivocarse en subir o bajar la tasa son menores en esta oportunidad, y ambas decisiones tienen argumentos de peso. En consecuencia, cree que la mejor opción hoy día es mantener la tasa de política monetaria en 4,5% y vota en tal sentido.

El Presidente señor Vittorio Corbo, una vez más felicita a la Gerencia de División Estudios por su valiosa y clara presentación de opciones de política.

Manifiesta el Presidente señor Corbo, que las noticias de las últimas reuniones de política monetaria que se han analizado en esta reunión muestran que el entorno externo ha continuado mejorando lo que se refiere a actividad, con un crecimiento más balanceado entre las principales regiones del mundo y con riesgos que hoy se ven más acotados. Este mayor crecimiento no es sólo por la revisiones de éste en China, sino que también con mejores cifras de crecimiento de los Estados Unidos de América, China, Japón y el resto de Asia. En lo que se refiere al precio del petróleo, éste ha vuelto a incrementarse después de haber experimentado una importante corrección a la baja en los meses anteriores, mientras que el riesgo país de Chile aumenta en el margen.

De otra parte, señala que surge evidencia que la normalización de la política monetaria en Estados Unidos de América estaría más cerca de concluir, que lo estimado anteriormente. En paralelo, sigue acumulándose evidencia que el ciclo de normalización de la política monetaria en la zona Euro tiene que continuar, y que Japón estaría más próximo a comenzar a abandonar su política de tasa de interés de política de cero.

En el frente interno, la demanda interna sigue mostrando un sólido dinamismo, el cual se acelera en el caso de las ventas de viviendas, mientras que la actividad pareciera que está dejando atrás su inesperada desaceleración del tercer trimestre y comienzos del cuarto, y el mercado laboral continúa robusto, especialmente, en lo que se refiere a los asalariados. Por



otra parte, los agregados financieros vuelven a retomar un alto dinamismo y las tasas de interés revierten parte del incremento observado en los meses de incremento temporal en la inflación.

En el frente inflacionario interno, la inflación mensual del IPC volvió a ser negativa y pareciera que la mayor inflación observada en meses pasados por efectos de alzas en precios de combustibles y bienes perecibles no está teniendo efectos de segunda vuelta en otros precios. En paralelo, las distintas medidas de expectativas de inflación se ubican en torno al centro del rango meta.

La inflación desestacionalizada y anualizada del IPCX1 se ha mantenido en los últimos cinco meses en torno a 3%, algo por debajo de lo proyectado en el último IPoM, en tanto que el resto de las medidas de tendencia inflacionaria, se mantienen estables.

Con tasas de crecimiento de la actividad que sobrepasan la tasa de crecimiento de tendencia, las holguras de capacidad continúan reduciéndose, y de mantenerse esta tendencia se va a requerir que la política monetaria continúe en su ciclo de normalización para así poder mantener la inflación en torno al centro del rango meta en el horizonte habitual de proyección. De acuerdo a las proyecciones que se han analizado, esto requeriría un aumento en la tasa de política monetaria de entre 100 y 125 puntos base, durante el año 2006 y, otros 100 puntos base el año 2007, aumento que también está implícito en los precios de los activos financieros. No habiendo cambios en lo que se refiere tanto a la dirección de mediano plazo de la política monetaria como al monto de normalización que se requeriría en este año, lo que cabe considerar, como muy bien lo plantea la Minuta de la Gerencia de División Estudios, sobre Opciones, es la oportunidad en la cual llevar a cabo estos incrementos y balancear las opciones de actuar ahora o esperar hasta tener más evidencia sobre el dinamismo de la actividad y la evolución de la tendencia inflacionaria y sus principales determinantes.

Señala el señor Presidente, que se inclina por hacer otra pausa antes de retomar el proceso de normalización de la aún muy expansiva estancia de la política monetaria. Esto nos permitirá acumular nuevos antecedentes para así poder confirmar que la desaceleración del tercer trimestre y comienzos del cuarto fue sólo transitoria, para reevaluar el comportamiento de la dinámica inflacionaria y de los principales determinantes de la inflación y, en último término, para poder calibrar la velocidad de normalización de la política monetaria, de modo que la inflación converja al centro del rango meta en el horizonte habitual de política. En tal virtud, vota por mantener la tasa de política monetaria, en su nivel actual.

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

87-01-060112 – Tasa de Política Monetaria.

En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 4,5% anual.

Comunicado

“En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 4,5% anual.

La inflación anual se ubica dentro del rango meta de 2 a 4% y las medidas de inflación subyacente IPCX e IPCX1 (que excluyen combustibles, perecibles y algunos servicios regulados, entre otros) se mantienen por debajo de 3% anual. Otros indicadores de la tendencia inflacionaria y las distintas medidas de expectativas de inflación continúan bien



ancladas. Se proyecta que, luego de ubicarse transitoriamente en torno a 4% anual en el primer trimestre, la inflación se situará debajo de 3% por algún tiempo para luego converger al centro del rango meta en el horizonte habitual de política de 12 a 24 meses.

La actividad ha retomado un ritmo de crecimiento por encima de su tendencia, lo que sugiere que la desaceleración observada en los meses anteriores habría sido en parte transitoria. Aunque la creación de empleo ha moderado su ritmo de expansión anual, la ocupación asalariada continúa creciendo con fuerza. El entorno externo relevante para la economía chilena sigue siendo favorable y las condiciones financieras internas continúan siendo expansivas.

La decisión de hacer una pausa no modifica la estrategia de normalización del impulso monetario. El Consejo estima que incrementos adicionales de la tasa de interés en meses venideros siguen siendo necesarios para alcanzar, en el escenario más probable, una inflación en torno a 3% anual en el horizonte habitual de política."

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

JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Vicepresidente

VITTORIO CORBO LIQI
Presidente

MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Consejero

ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero

NICOLÁS EYZAGUIRRE GUZMÁN
Ministro de Hacienda

JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR
Ministro de Fe (S)



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 89 celebrada el 9 de febrero de 2006

En Santiago de Chile, a 9 de febrero 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 Nicolás Eyzaguirre Guzmán.

Asisten también:

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 Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva;
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;
Gerente de Información e Investigación Estadística,
don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente de Comunicaciones, don Eduardo Arriagada Cardini;
Gerente de Mercados Financieros Nacionales,
don Beltrán De Ramón Acevedo;
Asesora Macroeconómica del Ministerio de Hacienda,
doña Bernardita Piedrabuena Keymer;
Economista Senior Gerencia de Investigación Económica,
don Claudio Soto Gamboa; y
Secretario General, don Jorge Court Larenas.

El Presidente, señor Vittorio Corbo, señala que la presente sesión es la última reunión de Política Monetaria a la que asistirá el Ministro de Hacienda señor Nicolás Eyzaguirre. Agrega, que por ello quiere dejar expresa constancia que durante los años que le ha tocado presidir el Consejo del Banco Central, ha mantenido un intercambio de opiniones muy profesional con el señor Ministro, en algunas oportunidades con diferencias que son normales en este tipo de funciones, pero siempre con pleno reconocimiento por parte de éste, de la institucionalidad que rige al Banco. El señor Ministro agradece las palabras del señor Presidente.

El señor Presidente fija la fecha de la Sesión de Política Monetaria del mes de agosto de 2006, para el día 10 de ese mes.

El Presidente, señor Vittorio Corbo, señala que en esta oportunidad, como le ha informado el Gerente de División Estudios, señor Rodrigo Valdés, el Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García, efectuará la exposición del análisis del escenario internacional y nacional.

En consideración a lo anterior, el Presidente señor Vittorio Corbo ofrece la palabra al Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Pablo García.



Exposición

El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Pablo García, señala que las cifras del último mes muestran que el escenario de corto plazo se desenvuelve favorablemente, similar a lo previsto en el IPoM de enero. El entorno externo sigue siendo positivo para la economía chilena, la actividad industrial se ha acelerado, confirmando que el debilitamiento del tercer trimestre tuvo un importante componente transitorio y los últimos datos muestran una moderación de la demanda interna, en particular en la adquisición de automóviles y la inversión en maquinaria. Los indicadores de confianza de los hogares y el desempeño del mercado laboral siguen sustentando una tendencia positiva y persistente del consumo. Las condiciones financieras se mantienen expansivas, mientras que la apreciación real del peso de los últimos meses se ha revertido.

Más allá del bajo crecimiento del cuarto trimestre en Estados Unidos de América y del incremento reciente del precio del petróleo, el conjunto de novedades siguen indicando un escenario externo favorable para la economía chilena. Los indicadores de confianza en distintas economías, el ritmo de creación de empleo en Estados Unidos de América y la transitoriedad del incremento en la inflación mantienen riesgos bajos de incrementos abruptos en las tasas de interés y sostienen un positivo panorama de crecimiento global. El precio del cobre ha continuado su escalada, lo que lleva a revisar significativamente el precio esperado para este año, pero sin modificar la perspectiva de una normalización hacia delante. Los *spreads* soberanos han seguido comprimiéndose, compensando el incremento de las tasas de interés externas.

Durante los últimos dos meses las condiciones financieras se han vuelto más expansivas que en meses previos. Las tasas de interés de largo plazo reajustables han disminuido, lo que se ha ido reflejando también en el nivel de las tasas de letras de crédito, mientras que el dinero y el crédito continúan creciendo a tasas significativas. El tipo de cambio real tuvo una depreciación moderada desde el punto de mayor fortaleza en los últimos meses, ubicándose en la actualidad por encima del nivel de convergencia utilizado para las proyecciones del último IPoM.

Internamente, el crecimiento de la demanda interna se ha ido reduciendo, dentro de lo previsto y con la volatilidad propia de los cambios mensuales de proyecciones. Esto también se extiende al panorama para el componente durable del consumo y a la inversión en maquinaria y equipos. Las expectativas de los hogares, las condiciones financieras y el comportamiento aún favorable del mercado laboral incluso pueden sugerir un escenario para el consumo privado más boyante que el previsto en el IPoM reciente. Las cuentas fiscales terminaron el año 2005 con un superávit cercano a 5% del PIB, sustancialmente mayor que el previsto algunos meses atrás. La evolución de las exportaciones muestra que los envíos industriales crecieron en torno a 14% en el último cuarto de 2005 y que estarían creciendo a una tasa aún mayor en el primer trimestre de este año.

Por el lado de la actividad, se apreció una aceleración significativa del sector industrial en diciembre, con lo que se acumularon dos meses de evidencia sugestiva de que la debilidad del tercer trimestre fue efectivamente transitoria. La minería, en tanto, sigue presentando un repunte en niveles que ya se aprecian en las comparaciones interanuales. El único sector donde se vio una menor expansión que la prevista y la de meses previos fue el comercio, donde incidió el claro menor dinamismo de las ventas de vehículos nuevos. Estas noticias no modifican la estimación de crecimiento del PIB para el año 2005 entregada en el IPoM. Para el primer trimestre de este año, en tanto, se proyecta un crecimiento ligeramente mayor al previsto con anterioridad.

h
D.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 89
Política Monetaria
09.02.2006 3.-

En términos inflacionarios, la variación del IPC estuvo por encima de lo previsto el mes pasado. Además, el mayor precio del petróleo y la depreciación del peso han afectado la variación anual esperada del IPC para los próximos meses en algo más de medio punto, debido tanto a su incidencia directa como a través de mayores tarifas. En todo caso, se mantiene sólo como un riesgo el que la inflación en el mediano plazo se desvíe de las proyecciones del Informe reciente. La tendencia inflacionaria y los costos laborales unitarios siguen en un proceso gradual de aumento. Mientras el IPCX1 se ha mantenido con una velocidad en torno a 3%, su variación anual y el resto de las medidas de la tendencia inflacionaria tuvieron un incremento leve. Las expectativas de inflación siguen bien ancladas en torno al centro del rango meta. Aunque la compensación inflacionaria ha subido, ésta y otras medidas de expectativas a partir de encuestas se mantienen en torno a 3%.

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

El señor Ministro de Hacienda consulta al señor García si podría complementar lo sucedido con el crecimiento de la economía en el cuarto trimestre de 2005 en Estados Unidos de América.

El señor García indica al señor Ministro que los indicadores de confianza de los consumidores en Estados Unidos de América han tenido un repunte después del efecto producido por los huracanes. Lo anterior, dentro de lo que era previsto. Las solicitudes del beneficio de desempleo en dicho país, de acuerdo al indicador de mercado laboral, han vuelto a caer. Los datos de consumo real de Estados Unidos de América, por otra parte, muestran un repunte en las últimas cifras en términos agregados y con una caída que fue relativamente intensa hacia el tercer trimestre del año 2005. En la evolución del PIB, lo principal fue una desaceleración del consumo durable y también, un menor dinamismo de la inversión. Por los antecedentes de las tendencias del consumo, la evaluación es que se trataría de un fenómeno transitorio.

El Gerente de Operaciones Financieras, señor Esteban Jadresic, señala que esa proyección es coherente con la interpretación de los mercados financieros cuando aparecieron los datos del PIB, en que se pensó que pudiera haber una caída de tasas, lo que no ocurrió.

El señor Pablo García agrega que en Europa se presenta un escenario más favorable y los indicadores de negocios en las principales economías han tendido a mejorar, en particular en Alemania, donde se muestran las mejores cifras desde el año 2000. Lo anterior, por un significativo incremento de las órdenes para manufacturas, sobre todo influidas por la demanda externa que ha tenido un repunte significativo en el curso del año pasado.

El Gerente de la División Estudios, señor Rodrigo Valdés, agrega al comentario anterior el aumento de los indicadores de confianza empresarial, pero que en los datos efectivos del cuarto trimestre probablemente no sean muy favorables.

Señala el señor Pablo García, que por el lado de los *commodities*, el precio del cobre ha continuado sorprendiendo puesto que tuvo un incremento bastante fuerte en la última semana, aunque se revirtió el alza en el margen en los últimos días, volviendo a subir nuevamente, como ha sido la constante en los últimos meses. Teniendo en cuenta la información existente este mes, ella motiva una revisión al alza para el año 2006.

El Vicepresidente, señor José De Gregorio, indica que le llama la atención un alza de 10%, por cuanto se esperaba para estas semanas una caída bastante brusca en relación a lo que efectivamente sucedió.



El Gerente señor García señala que, efectivamente lo que está implícito es que se proyectaba una caída bastante abrupta en el corto plazo, lo que no ocurrió.

El Consejero señor Marfán, sobre el mismo tema, plantea cuáles serían los fundamentos del elevado precio del cobre, a fin de determinar la trayectoria esperada del mismo, dependiendo si se trata de situaciones transitorias, como el problema de los subcontratistas de Codelco, o de un problema estructural de mercado.

El Presidente señor Vittorio Corbo, estima que el alza de los inventarios de cobre es producto de la acumulación de *stocks* de los consumidores, como es el caso de China, que ha acumulado un elevado *stock*.

El Gerente de Mercados Financieros Internacionales, señor Beltrán De Ramón, señala que en su opinión, a mediados de enero de este año, fecha que coincide con el IPoM de ese mes, había tres elementos que considerar. En primer lugar, se pensó que a raíz de las compras efectuadas por un operador chino, podría caer el precio del cobre. En segundo lugar, se produjo la huelga de los subcontratistas de Codelco, que era un fenómeno transitorio y se estimó que una vez que concluyera este conflicto los precios iban a caer. En tercer lugar, hacia fines del año pasado se produjo una recuperación importante de los *stocks* de cobre. Concluye que estos tres elementos hacían suponer una caída del precio del cobre, situación que no ocurrió, lo que reafirma que todavía existe una alta demanda por este metal. Estima que la caída que se esperaba se va a postergar por lo menos unos tres meses más, lo que explica el alza de 10% en un mes.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor García, señala que el precio del petróleo tuvo un incremento en el último mes, vinculado a mayores riesgos por situaciones de orden geopolítico, que en los últimos días han vuelto a disminuir. Agrega, que este incremento no se ha traducido en aumentos desmesurados del precio de la gasolina. En todo caso, señala el señor García, dada la coyuntura y la trayectoria relativamente plana que presentan los futuros, se corrige también al alza el precio promedio para este año hasta US\$ 61.- el barril y en un dólar más para el año 2007.

En relación al tema del nivel de la tasa neutral, estima el señor Rodrigo Valdés que se está lejos de éste, pero lo que sí se mide son los movimientos relativos que ocurren en el tiempo.

El señor Ministro de Hacienda señala que cuando se han producido cambios tan fuertes de la tasa, como ocurrió en los años 1997 y 1999, probablemente es más difícil determinar cuál es nivel de la tasa neutral. Al Consejero señor Marfán, le parece que el problema consiste en que la tasa neutral no es constante en el ciclo. Cree que a lo mejor la tasa de política económica que mantiene la economía en el estado actual, no es necesariamente la misma tasa que la sustenta en su equilibrio estacionario. Agrega que se trata de una discusión que se produjo hace algunos meses y se está usando una tasa de interés neutral que es distinta a la que se supone debería regir en el largo plazo. Concluye que habría que establecer los fundamentos de los cuales depende la tasa de interés neutral de corto plazo.

En cuanto al crecimiento del crédito, indica el señor García, que en el caso de los otorgados a las personas, éstos están creciendo en torno a 23%, el de las empresas en torno al 15% y las velocidades de dichos crecimientos se mantienen también en niveles muy elevados. En tanto, las tasas de las letras de crédito han mostrado una caída desde el punto más alto que correspondió al mes de noviembre de 2005; el crédito comercial, agrega, se ha mantenido bastante estable y el costo del financiamiento no se ha seguido incrementando en los últimos meses. Sobre el particular, el Consejero señor Manuel Marfán



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 89
Política Monetaria
09.02.2006 5.-

estima que los créditos de consumo no son tan sensibles a los cambios de tasa de interés, ya que si lo fueran, no habría créditos de consumo con las tasas actuales. Agrega, que le parece que el vínculo macroeconómico que existe entre la Tasa de Política del Banco Central y la tasa de consumo, no es por el efecto sobre las tasas de interés, sino que tiene que ver más bien con la incidencia del resto de las variables que afectan al consumo, ya que si no se consideran las tasas de interés, se aprecia que las otras tasas sí han venido aumentando los últimos meses. Por lo anterior, concluye el señor Marfán, que las demás tasas de interés correspondientes a créditos hipotecarios y comerciales, sí han venido aumentando y solamente las de consumo se mantienen estables, pero estas últimas, para los efectos de este tipo de análisis, cree que no son relevantes.

En cuanto a la demanda agregada, indica el Gerente señor García, que la expectativa de los consumidores es muy positiva, como lo refleja la información de la Universidad de Chile y también del *Ipec* y ambos están en los niveles más altos desde el año 1999, siendo este último tal vez el más notorio. En cuanto a cierta desaceleración de la trayectoria del consumo, estima que ella responde fundamentalmente al componente automotriz, debido a que las ventas en este rubro tuvieron una caída en su variación en 12 meses, bastante significativa, como lo refleja el indicador de ventas de la *Enac* y los datos del INE. El Presidente, señor Vittorio Corbo, señala que una hipótesis es que se ha producido un ajuste de *stock*, que ha disminuido la velocidad de ese consumo, lo que también fue considerado en el IPoM.

En términos de empleo y el nivel de éste, señala el señor García que continuó cayendo en la última medición, pero ello responde a la dinámica bastante anómala del empleo por cuenta propia; el empleo asalariado, sigue creciendo con bastante fuerza.

Consulta el señor Ministro si el empleo asalariado se sigue acelerando o está en una velocidad alta pero constante. A lo anterior, el señor García señala que el empleo asalariado ha tenido un leve aplanamiento en las últimas cifras con que se cuenta.

El Consejero señor Marfán señala que quiere aprovechar esta oportunidad para felicitar al Ministro señor Nicolás Eyzaguirre por su gestión en el Ministerio de Hacienda, ya que ha efectuado un gran servicio al país, que ha sido reconocido por todos, por lo que quiere en esta ocasión dejar constancia explícita de ello. El Presidente señor Vittorio Corbo, indica que este reconocimiento lo ha efectuado como Presidente del Banco Central en muchas ocasiones, tanto en Chile como en el extranjero. Agrega, que se ha tenido una política ordenada, que aunque viene de largo tiempo, la introducción de la regla fiscal ha permitido tener indicadores objetivos, y en esa materia reconoce la labor desarrollada por el señor Ministro de Hacienda, y que todo el Consejo así lo estima.

El Ministro señor Eyzaguirre, señala que ha existido una buena coordinación con el Banco Central, especialmente porque se ha compartido el modelo, la misma forma de ver el marco macroeconómico, aunque siempre van a existir matices, pero es bueno que así sea para enriquecer la discusión. Sin embargo, cuando se comparte la misma forma de mirar la economía, el trabajo se hace grato y productivo. Agrega que hacia delante tiene una pequeña preocupación en el diseño de la regla fiscal y las presiones que puedan producirse por el superávit existente. Piensa que una gran contribución sería usar esos excedentes para capitalizar al Banco Central de Chile, que constituiría desde el punto de vista de la economía política, una protección de esos superávits.

El Presidente, señor Vittorio Corbo, suspende la Sesión a las 13:30 horas e informa que la misma se reanudará a las 16:00 horas.

4
Jl.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 89
Política Monetaria
09.02.2006 6.-

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 89. El señor Presidente deja constancia que no se encuentran presentes en la Sala, el Ministro de Hacienda, señor Nicolás Eyzaguirre G., y su Asesora Macroeconómica, señora Bernardita Piedrabuena, quienes han excusado su asistencia, en razón de las funciones que les corresponde en sus respectivos cargos.

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

El señor Gerente de División mencionado informa lo siguiente:

En la reunión de política monetaria de enero, el Consejo decidió, por segundo mes consecutivo, mantener la tasa de interés en 4,5% anual. En esa decisión se consideró que, en el escenario más probable, se requerían incrementos adicionales de la tasa de interés en los meses venideros para alcanzar una inflación en torno a 3% anual en el horizonte habitual de política. Señala el señor Gerente de División, que estos incrementos, sin embargo, podían esperar. Señala que la inflación anual se ubicaba dentro del rango meta y las medidas de inflación subyacente IPCX e IPCX1 se mantenían por debajo de 3% anual. Agrega que otros indicadores de la tendencia inflacionaria y las distintas medidas de expectativas de inflación continuaban bien ancladas. La actividad, por su parte, retomaba un ritmo de crecimiento por encima de su tendencia, mientras el entorno externo pertinente para la economía chilena seguía siendo favorable y las condiciones financieras internas continuaban expansivas.

Menciona el señor Valdés que, desde la última reunión, el panorama macroeconómico ha sufrido modificaciones bastante acotadas, siendo las principales novedades las siguientes:

El panorama externo se mantiene muy favorable. El precio del cobre ha seguido mostrando aumentos inesperados, las perspectivas de crecimiento de la actividad mundial continúan elevadas y las condiciones financieras para países emergentes se mantienen convenientes. Por otra parte, indica que el precio del petróleo aumentó en las últimas semanas situación que se ha revertido en los últimos días, al igual que con otras materias primas, al tiempo que se han intensificado algunos riesgos en ese mercado.

En el país los datos más recientes confirman que la desaceleración del tercer trimestre habría tenido un importante componente transitorio. De hecho, la industria ha continuado su repunte, aunque en el comercio se ha visto menor dinamismo. Indica que se mantienen las estimaciones de crecimiento del PIB para el 2005, analizadas en el IPoM. La demanda interna presenta una moderación relevante de su tasa de crecimiento, aproximadamente, en línea con lo esperado, concentrándose los cambios más importantes en la inversión en maquinaria y en la compra de durables, automóviles, en particular.

Menciona también el señor Gerente, que siguiendo el patrón de los últimos meses, la tasa anual de generación de empleos disminuyó y el número absoluto de empleos, desestacionalizado, también declinó. Detrás de este resultado, indica, siguen dinámicas contrapuestas entre el componente cuenta propia, que se contrae, y el asalariado, que se expande con vigor. Señala que la tasa de desempleo desestacionalizada tuvo un nuevo aumento leve (hasta 7,9%). Asimismo, como se esperaba, la tasa de crecimiento de los costos laborales unitarios sigue incrementándose gradualmente.

La expansividad de las condiciones financieras ha persistido, e incluso ha aumentado levemente por la disminución de las tasas de interés reajustables, situación que se ha moderado en lo más reciente. La tasa de crecimiento del crédito y de los agregados, se mantiene elevada. Señala el señor Valdés, que luego de la significativa apreciación del

hp
D.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 89
Política Monetaria
09.02.2006 7.-

cuarto trimestre de 2005, el peso ha mostrado una depreciación moderada en términos reales.

Agrega que, la inflación del IPC y la de las medidas subyacentes IPCX e IPCX1 estuvieron por encima de lo proyectado. Si bien los datos efectivos de inflación, así como nuevos supuestos para el precio del petróleo y tipo de cambio, elevan las proyecciones de inflación de corto plazo en varias décimas, no parecen existir antecedentes suficientes para modificar el escenario central de mediano plazo. Las expectativas de inflación a distintos plazos, se ubican en torno al centro del rango meta.

Con los antecedentes disponibles, es difícil justificar como una opción plausible para esta reunión una distinta de aumentar la tasa de política monetaria en 25 puntos base.

El hecho de que el cuadro macroeconómico esté progresando según lo previsto, apoya la necesidad de aumentar la tasa de política monetaria en la reunión de hoy. En lo fundamental, las proyecciones de mediano plazo requieren continuar normalizando gradualmente la política monetaria. La tendencia inflacionaria y las expectativas se ubican en la actualidad en torno a 3%; la tasa de política monetaria se encuentra por debajo de niveles que se evalúan como neutrales las holguras que subsisten no son significativas y la economía continúa su dinámica de expansión por encima de su tendencia, y parece dejar atrás la desaceleración del tercer trimestre de 2005. En suma, señala el señor Valdés que la economía no parece requerir de la tracción que actualmente proveen las condiciones financieras, situación que podría intensificarse de postergarse esta alza luego de dos pausas seguidas, lo cual arriesgaría la necesidad de tener ajustes más agresivos en el futuro.

Por otra parte, hace presente, que dos argumentos que se podrían plantear para mantener la tasa de política monetaria en la reunión de hoy son la moderación de la tasa de crecimiento que muestran algunos componentes de la demanda interna, y el menor dinamismo en la creación de empleo agregado. Si bien lo primero es una situación esperada en el escenario central, no se puede descartar que estas moderaciones sean más acentuadas que lo anticipado. Sin embargo, el menor crecimiento del gasto interno es saludable si se considera que la ampliación de la diferencia entre ingreso y gasto del sector privado podría suscitar una incipiente preocupación. La menor creación de empleo, por su parte, sigue asociada al componente de empleo por cuenta propia, mientras las distintas fuentes de información muestran que el empleo asalariado continúa creciendo con fuerza, al igual que el indicador de vacantes.

Comenta el señor Valdés, que en el lado opuesto, también podría argumentarse a favor de aumentar la tasa de política monetaria en más de 25 puntos base, los riesgos que involucra para el escenario central de precios la mayor inflación efectiva, el aumento de algunas medidas de la tendencia inflacionaria, en particular del IPCF12-24, y el comportamiento del precio del petróleo. A ello se agrega, la inesperada persistencia de los elevados precios del cobre, que podrían implicar un mayor ajuste hacia arriba del precio de largo plazo de este metal, y la consiguiente expansión del gasto de gobierno el año 2007, con un efecto cambiario que mitigaría en algo los efectos inflacionarios del mayor gasto. Sin embargo, cree que cabe considerar que un aumento de la tasa de política monetaria de más de 25 puntos base sería contradictorio con la estrategia de ajustes graduales, resultaría especialmente difícil de explicar, y podría dar pie a múltiples interpretaciones. Por lo tanto, de evaluarse como relevantes los riesgos mencionados, lo que en sí es discutible porque puede argumentarse que es prematuro tomar acciones de política ante estos focos de riesgo dado que se desconoce su real magnitud y efectos, lo que cabría sería realizar ajustes de la tasa de política monetaria más seguidos, y no un aumento mayor en esta reunión.

lp



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 89
Política Monetaria
09.02.2006 8.-

Concluye el señor Gerente de División Estudios, que aunque hay bastante variabilidad entre las distintas encuestas, ellas en general señalan que una mayoría importante de los participantes de mercado y analistas, esperan un alza de 25 puntos base en esta reunión. Un alza de esta magnitud, por lo tanto, no debería tener grandes efectos sobre los precios financieros y es relativamente fácil de explicar.

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

El Gerente de Investigación Económica, señor Klaus Schmidt-Hebbel señala que las novedades que se han producido desde la última Reunión de Política Monetaria van en la misma dirección que las producidas durante los dos meses precedentes, en el sentido de llevar hacia arriba marginalmente en algunos casos, moderadamente en otros, las proyecciones de gasto, producto y precios agregados.

En las condiciones externas, el elevado aumento en el precio *spot* del cobre ha llevado a una revisión por parte del Banco de más 10% en el precio promedio proyectado para el año 2006, con el consiguiente efecto en el ingreso nacional y el ahorro fiscal durante el año 2006. Para el superávit fiscal total efectivo proyectado para el presente año, de 2,3% del PIB, la corrección de +10% en el precio promedio del cobre implica un incremento a un 3,4% del PIB anual. En la medida en que se corregirá el precio de largo plazo estimado en la Ley de Presupuestos para el año 2007, se elevará el gasto fiscal correspondientemente en ese mismo año. Una segunda novedad internacional es el aumento en la proyección del precio del petróleo de 3% para el 2006 y algo menos de 1,5% para el 2007.

En las condiciones internas, la depreciación del tipo de cambio nominal se ha visto reflejada en una corrección de +\$12 para la proyección de la paridad nominal \$/US\$ para todo el período de febrero a julio del presente año. También se mantienen muy elevadas las tasas de crecimiento para la mayoría de los agregados crediticios y monetarios, implicando condiciones monetarias expansivas por los *quántum*, que complementan las condiciones financieras expansivas por el lado de las tasas de interés. Además se observa durante este último mes un notable incremento en distintas medidas de compensación inflacionaria a distintos plazos, de entre 24 y 50 puntos base, ubicándose en rangos que ahora van de 2,8% a 3,2%.

Las expectativas de inflación se encuentran muy cercanas al 3%. Las proyecciones de medidas alternativas de inflación están en un rango algo preocupante de un 2,8% a un 5%, dependiendo del plazo y la medida.

Para nuestras proyecciones de inflación, los nuevos supuestos para el tipo de cambio nominal, el precio del petróleo y el aumento de tarifas de los microbuses en febrero, implican correcciones importantes en las proyecciones mensuales promedio de corto plazo para los siguientes seis meses de febrero a julio: un incremento de 0,6% para el IPC total, de 0,4% para el IPCX y de 0,2% para el IPCX1. Estas correcciones no son menores y podrían persistir por más de 6 meses, pero coincide en que no invalidan aún las proyecciones a 12 y 24 meses del IPoM de enero. Sin embargo implican un riesgo positivo para la inflación en el horizonte de política para 12 y 24 meses.

Las brechas de producto para el PIB resto en el escenario IpoM, se proyectan básicamente positivas para el año 2006 y cercanas a cero para los años 2007 y 2008, lo que refleja que estamos en un escenario de mayores presiones inflacionarias que en el pasado reciente, constituyendo una importante justificación para continuar con la normalización de la tasa de política.

14



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 89
Política Monetaria
09.02.2006 9.-

Además, se mantiene aún una gran distancia entre el nivel actual de la tasa de política monetaria y cualquier nivel razonable estimado para la tasa de política monetaria neutral, del orden de 250 puntos base o más.

Estas novedades de este último mes, unidas a las que se observaron en la misma dirección para las proyecciones de gasto y de inflación en los últimos dos meses, reivindican como correcta la sucesión de cinco alzas que decidió el Consejo hasta noviembre del año pasado. Considerando, además, el doble descanso en alzas de la tasa de política monetaria observado en diciembre de 2005 y enero de 2006, en su opinión se justifica plenamente un alza de la tasa de política en 25 puntos base en esta ocasión.

El Gerente de División Política Financiera, señor Luis Óscar Herrera, señala que concuerda con el panorama que ha presentado la Gerencia de División Estudios. El escenario macro no presenta grandes cambios desde la Reunión de Política Monetaria anterior. Agrega que los datos de actividad y demanda confirman que el producto va creciendo en línea con lo proyectado y algo por encima de su potencial y que la demanda inicia un proceso de convergencia. Indica el señor Gerente, que este fenómeno es propio de la dinámica de sus componentes de inversión y consumo duradero. Hace presente, que aunque la inflación y sus medidas subyacentes superaron levemente lo proyectado en enero, su evolución responde a *shocks* de corto plazo. Las proyecciones de inflación de mediano plazo y las expectativas privadas permanecen bien ancladas en la meta.

Señala el señor Herrera, que la concreción de esas proyecciones y expectativas requiere que la política monetaria continúe normalizándose. Asimismo, menciona que esta es la expectativa que se encuentra implícita en las tasas de interés de mercados y de los operadores respecto de esta reunión de política monetaria. Concluye, que en base a estos elementos coincide con la recomendación efectuada por la Gerencia de División Estudios, en orden a aumentar la tasa de política monetaria en 25 puntos base.

El Gerente de Operaciones Financieras, don Esteban Jadresic, señala que concuerda con la recomendación que hace la Gerencia de División Estudios. Más allá de la incertidumbre que exista sobre la tasa neutral y que el momento de discutir ese nivel de a poco se va acercando, señala que la tasa de política monetaria sigue estando por debajo de ese nivel. Asimismo, agrega que con las dos pausas de los últimos meses ya se ha recuperado razonablemente el ritmo de normalización de la política monetaria que se había proyectado. Ese ritmo fue interrumpido por el riesgo de inflación que se vivió la segunda mitad del año pasado, pero hoy la economía evoluciona de una manera parecida a lo que se tenía antes de enfrentarse a ese riesgo inflacionario y que finalmente, debe considerarse que la inflación subyacente se ha ubicado por encima de lo esperado.

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

El Consejero señor Enrique Marshall, agradece al *staff*, por los informes preparados para esta reunión.

Agrega, que comienza destacando los antecedentes que le parecen relevantes para adoptar su decisión en esta oportunidad. En efecto, el escenario económico no ha experimentado cambios muy significativos desde la última reunión. Las condiciones externas siguen siendo favorables para nuestra economía, si se consideran las perspectivas



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 89
Política Monetaria
09.02.2006 10.-

de crecimiento de la economía mundial, los términos y condiciones para el financiamiento en los mercados internacionales, y los términos de intercambio. Destaca, que por el momento, un foco importante de preocupación es el precio del petróleo, pero en general, los riesgos de cambios disruptivos en las condiciones externas están acotados.

Señala el señor Consejero, que en el ámbito interno, las condiciones financieras siguen siendo expansivas. Las tasas de interés de mediano y largo plazo se han normalizado, dejando atrás el ajuste ocurrido en el cuarto trimestre del año pasado, en tanto los agregados monetarios y crediticios continúan creciendo a tasas elevadas.

Indica, que la demanda interna ha moderado su crecimiento, en general de acuerdo a lo previsto. Sin embargo, el consumo privado sigue mostrando un persistente crecimiento, que se relaciona con el optimismo que reflejan las encuestas de expectativas, la evolución del mercado laboral, y las favorables condiciones de acceso al crédito de consumo y vivienda aún prevalecientes en el mercado.

Hace presente también el señor Consejero, que concordante con todo ello, la actividad interna prosigue en una senda de convergencia hacia una expansión de tendencia.

En lo que se refiere a la inflación, la variación anual del IPC se ha vuelto a situar levemente por sobre el rango meta, en forma transitoria, y las proyecciones para los próximos meses se han ajustado levemente al alza.

Sin embargo, señala, los indicadores de tendencia continúan mostrando una convergencia hacia los valores centrales del rango meta en el mediano plazo, y las expectativas permanecen ancladas.

Los costos laborales exhiben tasas de variación más altas que en el pasado, pero ello es concordante con la evolución de la inflación y la actividad interna. En todo caso, le parece que los incrementos observados permanecen acotados.

Asimismo, menciona el señor Consejero, que el peso chileno ha exhibido en promedio una moderada depreciación. En suma, el escenario económico no ha experimentado cambios importantes y, por tanto, lo que corresponde es seguir aplicando la estrategia de gradual normalización de la política monetaria.

Agrega el Consejero, señor Marshall, que la ejecución de esta política debe considerar, necesariamente, la secuencia de los ajustes a través del tiempo. Por ello, un antecedente muy importante en esta oportunidad, son las dos pausas consecutivas efectuadas en diciembre y enero pasados.

Señala también, que el mercado espera que el Banco Central prosiga con sus ajustes a las tasa de interés, y que efectúe 4 ó 5 alzas de 25 puntos base cada una, en el curso del año. En lo que se refiere a esta reunión, el mercado espera mayoritariamente un alza de 25 puntos base.

Menciona también, que se debe tener en cuenta que, con la reciente decisión adoptada por la Reserva Federal de los Estados Unidos de América, la tasa de interés en dicho país ha quedado al mismo nivel que la tasa de política monetaria de Chile.

Señala que con todos estos antecedentes, estima que la opción de subir la tasa en 25 puntos base es la que merece ser atendida. En tal sentido, coincide con lo señalado en la Minuta de la Gerencia de División Estudios.

En su opinión, la decisión adoptada en enero pasado tenía plena validez en el



BANCO CENTRAL DE CHILE

entendido que se efectuarían ajustes en los meses venideros, si la economía continuaba desenvolviéndose en los términos visualizados, que es lo que ha ocurrido. Por tanto, un alza de la tasa en 25 puntos base es concordante con la secuencia de ajustes futuros que se proyectaba o esperaba en esa oportunidad.

Si la opción fuese mantener la tasa en su actual nivel por tercer mes consecutivo, estima que se asumirían riesgos mas allá de lo recomendable, se entregaría una señal equívoca sobre la estrategia en curso y ello podría afectar las expectativas del mercado. Así, podrían verse enfrentados a la necesidad de acelerar bruscamente el proceso de normalización, en los próximos meses.

Indica, que tampoco le parece plausible la opción de subir la tasa en más de 25 puntos base en procura de acotar determinados riesgos, porque ello implicaría en buena medida abandonar la actual estrategia de normalización gradual, y entregaría al mercado una señal que, en su opinión, no se condice con el conjunto de antecedentes disponibles.

En virtud de lo señalado, vota por subir la tasa de política monetaria en 25 puntos base.

El Consejero señor Manuel Marfán, señala que, como siempre agradece el análisis del *staff*, y agrega que, en términos gruesos, la coyuntura que enfrentan se enmarca dentro del escenario central contemplado en el último IPoM. En lo externo, el menor crecimiento observado en las últimas cifras de los Estados Unidos de América se percibe transitoria. Llama la atención, sin embargo, que los precios internacionales del cobre y del petróleo mantienen una tendencia alcista por sobre el escenario central.

Indica el señor Consejero, que no se ha acumulado evidencia sin embargo, que llegue a corregir los precios de mediano plazo al cual se espera que converjan.

El escenario interno también ha estado, en lo grueso, dentro de lo previsto, la evidencia reciente confirma la hipótesis que la desaceleración del segundo semestre del año 2005, fue transitoria.

Menciona también el señor Consejero, que el ajuste del tipo de cambio contemplado en el escenario central, en tanto, se produjo más rápido que lo anticipado y la inflación de enero, en todas sus mediciones, estuvo marginalmente por sobre lo esperado.

Con todo, las expectativas de mediano plazo siguen bien ancladas y no se aprecian razones para corregir el escenario central. En ese contexto, la decisión de política monetaria de este mes aparece como trivial, después de dos pausas consecutivas, y le parece razonable retomar la normalización gradual del elevado impulso monetario actual, esto es, por lo demás, lo que espera mayoritariamente el mercado.

En consecuencia, vota por elevar la tasa de política monetaria en 25 puntos base.

El Consejero, señor Jorge Desormeaux, manifiesta que el informe de la Gerencia de División Estudios es bastante claro. Desde nuestra última reunión el panorama externo se mantiene auspicioso para la economía chilena, tanto en términos de actividad como de condiciones financieras, el precio del cobre ha llegado a niveles superiores a los previstos, y en términos nominales registra niveles sin precedentes. La economía mundial mantiene su dinamismo pese a una cierta debilidad en el margen, en la economía de los Estados Unidos de América.



Señala el señor Consejero, que en el plano interno, los antecedentes disponibles son enteramente consistentes con el escenario central que describe nuestro informe de política monetaria de enero. De ese modo, la desaceleración del tercer trimestre habría sido esencialmente transitoria, con lo cual se han afianzado las estimaciones de crecimiento para este año y las proyecciones para el próximo.

Agrega, que paralelamente, la demanda interna observa una moderación en su crecimiento, el que se concentra en la inversión de maquinarias y equipos, y el consumo de bienes durables.

En este contexto, las condiciones monetarias y financieras siguen siendo expansivas y la evolución de los precios y costos continúa normalizándose. Es más, la evolución del IPC y las medidas subyacentes han estado levemente por encima de lo proyectado, aún cuando ello resulta compatible con el escenario central de nuestro informe de política monetaria.

Agrega el Consejero señor Desormeaux, que este escenario consulta un ajuste gradual de poco más de 100 puntos base en la tasa de política monetaria en los próximos 12 meses, de forma de garantizar la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de política.

Es por ello, que después de dos pausas consecutivas resulta inescapable un ajuste al alza en la tasa de política monetaria, en el día de hoy. Indica, que esta decisión es también la que espera una amplia mayoría del mercado. Por el contrario, la mantención de la tasa de política monetaria en el día de hoy resultaría difícil de entender para éste, y como señala la Gerencia de División Estudios, tampoco podría ello conciliarse con el diagnóstico de nuestro escenario central.

En mérito de lo anterior, vota, en consecuencia, por un alza de 25 puntos base en la tasa de política monetaria.

El Vicepresidente, señor José De Gregorio, señala que el Banco Central de Chile inició un proceso de ajuste gradual de la tasa de política monetaria en septiembre del año 2004, producto del positivo ciclo de actividad con sus consecuencias inflacionarias. Este proceso ha tenido por objetivo mantener ancladas las perspectivas inflacionarias en torno al centro del rango meta, en un horizonte de 12 a 24 meses.

La evolución de la inflación así como sus perspectivas actuales, demuestran que este proceso ha sido exitoso, y ha permitido que la economía crezca de manera balanceada, en un contexto de estabilidad de precios.

Por su parte, indica el señor Vicepresidente, que el compromiso antinflacionario en conjunto con un tipo de cambio flotante, han evitado aumentos excesivos e insostenibles del nivel de actividad que terminen en procesos de ajustes severos, los que impondrían costos desmedidos de actividad para cumplir con la meta inflacionaria.

Señala, que una característica importante de este ajuste ha sido que contempla pausas, en la medida que se va retirando el impulso monetario y se aproxima a la tasa neutral, de cuyo nivel exacto naturalmente existe incertidumbre, pero ciertamente, estima que es mayor que la tasa actual.

De hecho, la coyuntura de nuestras dos últimas reuniones, sugirió que era apropiado realizar pausas, y es así como la tasa de política monetaria se ha mantenido en



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 89
Política Monetaria
09.02.2006 13.-

4,5% anual desde noviembre del año pasado. Aunque en un momento ello pudo haber generado sorpresas en los mercados y entre los analistas, cree que resultó conveniente para comunicar que el cumplimiento de la meta no requería de un ajuste de la tasa todos los meses. Indica además, que estas pausas ocurrieron cuando hubo una importante e inesperada apreciación del tipo de cambio, que en el escenario más probable reducía las presiones inflacionarias y permitía disminuir la velocidad de ajuste de tasas.

Sin embargo, señala que la dirección de la política monetaria no ha cambiado, y a su juicio, debe seguir el curso de ir aumentando gradualmente la tasa de interés, lo que se argumentó precisamente en el último informe de política monetaria.

Hace presente, que la evolución de la actividad económica, no ha mostrado sorpresas significativas que hagan variar nuestro escenario base. La economía mundial sigue creciendo con vigor, la actividad interna también, y más allá de vaivenes en la inflación del IPC las diversas medidas de inflación subyacente están contenidas dentro del rango meta al igual que sus proyecciones para el futuro cercano. Sin embargo, la evolución de la inflación y el cumplimiento de la meta contemplan una política monetaria que seguirá reduciendo su grado de expansividad, por lo tanto le parece prudente que este mes se siga subiendo la tasa de interés.

Lo más probable es que los ajustes de la tasa de política monetaria no ocurran con la velocidad del segundo semestre del año pasado, lo que el mercado ha internalizado, por lo que se debe seguir con la estrategia de normalización de la política monetaria y una pausa de dos meses, le parece más que razonable. Agrega que en su opinión extender esta pausa podría dar señales muy confusas sobre nuestra política y al mismo tiempo podría requerir de ajustes más rápidos en el futuro.

Por otra parte, la evolución de las tasas largas indicaría la necesidad de dar una señal que la normalización continúa y de no ser así se estaría arriesgando mantener condiciones financieras muy expansivas, las que podrían inducir presiones inflacionarias indeseadas.

Es por ello, que cree que la mejor opción es subir la tasa de política monetaria en 25 puntos base y, en consecuencia, vota en tal sentido.

El Presidente señor Vittorio Corbo, señala que una vez más felicita a la Gerencia de División Estudios por su valiosa y clara presentación de opciones de política y también agradece el material proporcionado por la Gerencia. Indica que, de acuerdo a los antecedentes presentados, las noticias acumuladas desde la última Reunión de Política Monetaria muestran que el entorno externo se mantiene boyante, mientras que en el interno el consumo privado mantiene su dinamismo, y el producto sigue creciendo por sobre el producto de tendencia.

El buen escenario externo, se refleja en un precio del cobre que sigue marcando valores nominales históricos y condiciones financieras muy favorables, a pesar del progreso en la normalización de la política monetaria en Estados Unidos de América. En la parte negativa, el precio del petróleo ha aumentado como también su volatilidad, afectado por problemas geopolíticos en un mercado que se mantiene estrecho, lo que puede retardar su normalización.

Indica el señor Presidente, que en el entorno interno, la actividad industrial se acelera, confirmando que el debilitamiento del tercer trimestre tuvo un importante componente transitorio. La minería también se acelera y sólo el comercio presenta signos de debilidad, que al parecer serían transitorios. En el lado de la demanda interna, tal como se preveía, se comienza a ver una desaceleración en el crecimiento de las ventas de

H
J .



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 89
Política Monetaria
09.02.2006 14.-

automóviles nuevos y de maquinaria y equipos. En contraste, el consumo privado sigue dinámico apoyado por el continuo fortalecimiento del mercado laboral para los asalariados, y las buenas expectativas de los consumidores. Esta dinámica del consumo privado esta apoyada por el favorable escenario externo y condiciones financieras domésticas que se mantienen muy expansivas.

En enero, las distintas medidas de inflación estuvieron por sobre lo proyectado debido a aumentos de precios de alimentos no perecibles, combustibles y precios regulados. En lo que se refiere a los costos laborales y los costos unitarios del trabajo estos siguieron aumentando su tasa de variación anual. La inflación anual superó el techo del rango meta y las medidas de tendencia inflacionaria se mantienen en torno al 3%. Además, las proyecciones de inflación de corto plazo se corrigen al alza.

Señala el señor Presidente, que este conjunto de noticias muestra una economía que sigue expandiéndose a una tasa por encima de la estimación del crecimiento del producto de tendencia, con condiciones financieras muy expansivas, una inflación total anual por encima del rango meta, distintas medidas de tendencia inflacionaria que ya se ubican en torno al 3% y con una tasa de política monetaria muy por debajo de la tasa neutral. Con estos antecedentes, se incrementa el riesgo de que la inflación de tendencia se comience a alejar en forma persistente del centro del rango meta, y que termine por desanclar las expectativas de dicho centro. Este riesgo se ve exacerbado por los potenciales efectos de segunda vuelta de los aumentos de la inflación, sobre los patrones de ajuste de salarios y precios.

Dado lo anterior, y consistente con el escenario central del último IPoM, el señor Presidente estima que lo prudente es continuar con el proceso de normalización de la política monetaria, para reducir el riesgo que la tendencia inflacionaria se aleje de manera persistente del centro del rango meta, y de esta forma contribuir a que este ciclo expansivo sea sustentable. Por esta razón, vota también por un aumento de 25 puntos base en la tasa de política monetaria.

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

89-01-0602109 – Tasa de Política Monetaria.

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 4,75% anual.

Comunicado

“En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base hasta 4,75% anual.

El entorno externo relevante para la economía chilena sigue siendo favorable, persistiendo un elevado precio del cobre y un propicio ambiente financiero internacional. En el país, las condiciones financieras siguen siendo expansivas. La demanda interna comienza a moderar su elevada tasa de crecimiento y la actividad continúa creciendo a un ritmo por encima de su tendencia. Ello reafirma que la desaceleración del producto observada durante el tercer trimestre del año pasado habría sido en parte transitoria, en línea con lo



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 89
Política Monetaria
09.02.2006 15.-

esperado en el último Informe de Política Monetaria. Aunque la creación de empleo ha moderado su ritmo de expansión anual, la ocupación asalariada continúa creciendo con fuerza.

La inflación anual se ubicó algo sobre 4% y las medidas de inflación subyacente IPCX e IPCX1 (que excluyen combustibles, perecibles y algunos servicios regulados, entre otros) ya se encuentran en torno a 3%. Pese a que se espera que la inflación anual continúe sobre 4% en el corto plazo, se mantiene la perspectiva de una convergencia hacia 3% en el curso de este año, coherente con el escenario central del último Informe de Política Monetaria. Otros indicadores de la tendencia inflacionaria y las distintas medidas de expectativas de inflación continúan bien ancladas en torno al centro del rango meta.

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

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17.30 horas.

JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Vicepresidente

VITTORIO CORBO LIOI
Presidente

MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Consejero

ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero

NICOLÁS EYZAGUIRRE GUZMÁN
Ministro de Hacienda

MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

En Santiago de Chile, a 16 de marzo de 2006, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Vittorio Corbo Lioi y con la asistencia del Vicepresidente don José De Gregorio Rebeco y de los Consejeros don Jorge Desormeaux Jiménez, don Manuel Marfán Lewis y don Enrique Marshall Rivera.

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

Asisten también:

Gerente General Interino, don Leonardo Hernández Tagle;
Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Ángel Nacrur Gazali;
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;
Gerente de División Política Financiera, don Luis Óscar Herrera Barriga;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva;
Gerente de Información e Investigación Estadística,
don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente de Comunicaciones Interino, don Carlos Arriagada Olmos;
Jefe Departamento Operaciones Mercado Abierto, don Jorge Pérez Etchegaray;
Jefe Departamento Análisis de Coyuntura, don Enrique Orellana Cifuentes;
Asesor del Ministro de Hacienda, don Luis Felipe Céspedes Cifuentes;
Secretaría Ejecutiva Gabinete de la Presidencia, doña Cecilia Feliú Carrizo;
Economista Senior Gerencia de Investigación Económica,
don Claudio Soto Gamboa; y
Doña María Eugenia Urrutia Thomas de la Secretaría General.

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 90
Política Monetaria
16.03.2006 2.-

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

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

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

Exposición

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 90
Política Monetaria

16.03.2006 3.-

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 90
Política Monetaria
16.03.2006 4.-

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

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

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

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

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

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 90
Política Monetaria
16.03.2006 5.-

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

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

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

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

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

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 90
Política Monetaria
16.03.2006 6.-

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

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

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

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

El Presidente, señor Vittorio Corbo, suspende la Sesión a las 13:30 horas e informa que la misma se reanudará a las 16:00 horas.

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 90. El señor Presidente deja constancia que no se encuentra presente en la Sala el Ministro de Hacienda, señor Andrés Velasco B., quien ha excusado su inasistencia, en razón de las funciones de su cargo. En su representación, concurre la Subsecretaria de Hacienda señora María Olivia Recart Herrera.

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 90
Política Monetaria
16.03.2006 7.-

El señor Gerente de División mencionado informó lo siguiente:

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



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



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 90
Política Monetaria
16.03.2006 9.-

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

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

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

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

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

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

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

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

W



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 90
Política Monetaria
16.03.2006 10.-

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

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

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

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

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

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

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

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 90
Política Monetaria
16.03.2006 11.-

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 90
Política Monetaria
16.03.2006 12.-

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

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 90
Política Monetaria
16.03.2006 13.-

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 90
Política Monetaria
16.03.2006 14.-

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

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

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

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

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

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

90-01-060316 – Tasa de Política Monetaria.

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

Comunicado

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

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

24



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 90
Política Monetaria
16.03.2006 15.-

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

El Consejo estima que los antecedentes analizados son insuficientes para acelerar, en esta oportunidad, el ritmo de normalización de la política monetaria. Sin perjuicio de lo anterior, reafirma que incrementos futuros de la tasa de interés siguen siendo necesarios para alcanzar, en el escenario más probable, una inflación en torno a 3% anual en el horizonte habitual de política de 12 a 24 meses."

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 16.30 horas.



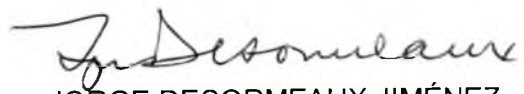
JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Vicepresidente



VITTORIO CORBO LIOI
Presidente



MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero



JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Consejero



ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero



ANDRÉS VELASCO BRAÑES
Ministro de Hacienda



MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 91 celebrada el 13 de abril de 2006

En Santiago de Chile, a 13 de abril 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 Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldívar;
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 Klauss 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 Asuntos Institucionales, doña Claudia Varela Lértora;
Jefe Departamento Análisis de Coyuntura, don Enrique Orellana Cifuentes;
Asesor del Ministro de Hacienda, don Luis Felipe Céspedes Cifuentes;
Secretaria Ejecutiva Gabinete de la Presidencia, doña Cecilia Feliú Carrizo;
Economista Senior Gerencia de Investigación Económica,
don Claudio Soto Gamboa; y
Secretario General, don Jorge Court Larenas.

A continuación el señor Presidente fija la fecha de la Sesión de Política Monetaria del mes de octubre de 2006, para el día 12 de ese mes.

El Presidente señala que, como es habitual, se dará inicio a la presentación del informe económico y financiero de la Gerencia de División Estudios, que en esta oportunidad estará a cargo del Gerente de Análisis Internacional, señor Sergio Lehmann Beresi.

Exposición

Síntesis del mes

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehman, señala que las noticias del último mes indican que la marcha de la economía continúa aproximadamente dentro del escenario de corto plazo delineado en el IPoM de enero. El entorno externo sigue muy favorable, con un precio del cobre que llegó a valores récord en términos nominales y que eleva los términos de



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 91
Política Monetaria
13.04.2006 2.-

intercambio, a pesar de que el precio del petróleo volvió a aumentar. Por el lado de la actividad, las noticias son menos favorables que en febrero, en especial por el menor crecimiento de sectores específicos, con lo que la actividad del primer trimestre ahora se habría expandido, en términos anuales, a un ritmo en torno a su tendencia. El crecimiento de la demanda agregada en el primer trimestre, se atenuó respecto de lo estimado el mes anterior, con lo que vuelve a mostrar una desaceleración similar a la considerada en el IPoM. El panorama de inflación anual del IPCX1 se ubica dentro de lo esperado, a la vez que la del IPC se prevé algo mayor en el corto plazo debido al aumento en el precio del petróleo y sus derivados. En su conjunto, las condiciones financieras siguen siendo expansivas.

En el ámbito externo, el señor Lehman hizo presente que se mantienen las condiciones favorables para la economía chilena. Por el lado del crecimiento mundial, no se aprecian novedades en el agregado en el último mes, aunque sí se observa un mayor balance en el crecimiento por zonas económicas. En los mercados financieros internacionales destaca el aumento en la percepción de mayores riesgos inflacionarios, lo que ha llevado a expectativas de un aumento más rápido de las tasas de interés en las economías desarrolladas. A su vez, las tasas de interés de largo plazo de Estados Unidos de América y Europa subieron, en el caso de las primeras, hasta su mayor nivel desde junio de 2002. El precio del cobre alcanzó un nuevo récord nominal, superando los US\$ 2,7 la libra, al mismo tiempo que las perspectivas de mercado muestran que estos aumentos tendrían un carácter más persistente. A su vez, el precio del petróleo subió hasta niveles del orden de US\$ 67-68 en los últimos días, mientras el precio de la gasolina tuvo un aumento comparativamente mayor. Todo esto sugiere que el escenario base proyectado en el último IPoM debería modificar tanto el precio del cobre como el del petróleo en forma importante.

Durante el último mes, las condiciones financieras volvieron a no mostrar cambios especialmente significativos, manteniendo su expansividad. Las tasas de interés reajustables de largo plazo están en niveles similares a los vigentes para la reunión pasada, y el crecimiento anual de los distintos agregados monetarios y crediticios se mantuvo en niveles elevados, aunque en el caso de los primeros, con una velocidad bastante menor. El mayor nivel de las tasas de interés de créditos a personas que había destacado el mes pasado se mantiene una vez eliminados los efectos estacionales. El tipo de cambio nominal se ubica actualmente en niveles por debajo de los de hace un mes, lo mismo que el tipo de cambio multilateral. Aunque en el transcurso de marzo la paridad nominal se depreció hasta valores cercanos a \$ 535 por dólar, los últimos días se sitúa por debajo de \$ 520 por dólar.

El señor Ministro de Hacienda, don Andrés Velasco, se incorpora a la Sesión de Consejo y formula sus excusas al señor Presidente por el retraso, agregando que se encontraba en un acto oficial acompañando a S.E. la señora Presidenta de la República.

El Gerente de Análisis Internacional señor Lehman, luego de resumir para el señor Ministro los temas tratados hasta el momento, agrega que el crecimiento proyectado para la demanda interna en el primer trimestre se redujo respecto de la proyección de hace un mes. Al respecto, señala que los mayores cambios se verifican en el consumo —con una reducción del crecimiento previsto, dados los indicadores parciales de enero y febrero— y en la inversión, que en marzo recuperó parte de la desaceleración de febrero. Así, agrega que a diferencia de lo visto el mes anterior, las tendencias de los componentes de la demanda interna retornan a un escenario de desaceleración más parecido al delineado en el IPoM de enero. Por el lado del comercio exterior, en marzo el valor de las exportaciones fue alto, por sobre los US\$ 5 mil millones, atribuible en parte importante al alza del cobre. En las restantes categorías, lo más destacable es la corrección a la baja del crecimiento del volumen de envíos agrícolas. En las importaciones, lo más destacable fue el comportamiento de las compras de bienes de capital que, tras un flojo febrero, volvieron a aumentar. Las expectativas tanto de consumidores como de empresarios se mantienen optimistas.



En cuanto a la actividad, señala el señor Lehmmann que, la información acumulada el último mes llevó a una corrección a la baja del crecimiento proyectado para el PIB el primer trimestre. La mayor fuente noticiosa fue la revisión de la actividad del sector agrícola, que explicó más de la mitad del cambio entre la proyección de marzo y la actual, y que se anticipa afectaría además el desempeño del segundo trimestre, aunque con menor intensidad. El crecimiento del sector industrial de febrero estuvo algo por debajo del esperado, en parte también por el efecto del peor desempeño del sector agrícola. Para el segundo trimestre se proyecta una tasa de crecimiento anual del PIB inferior a la del cuarto previo, afectada en parte importante por la alta base de comparación y el menor número de días hábiles respecto del mismo trimestre del año pasado. De hecho, considerada la velocidad de expansión trimestral de la actividad, ésta se eleva desde el primer al segundo cuarto.

En el mercado laboral, las tendencias generales del empleo siguieron sin mayores cambios, esto es, la vigorosa expansión del empleo asalariado y la recuperación de la ocupación por cuenta propia. Destacó en la última información el incremento de la tasa de participación laboral, que se ubica casi 1pp por sobre su nivel de fines de 2005, con un aumento que es común a hombres y mujeres. Las tasa de desempleo llegó a 7,3% (0,3pp menos que el mismo trimestre móvil de 2005), a la vez que descontada estacionalidad se ubicó en 8,1% (0,1pp más que el mes pasado). Cabe mencionar que la encuesta de empleo INE está siendo sujeta a una actualización de la muestra de modo de incorporar la información del Censo 2002. Con todo, el positivo panorama global del empleo también puede ser apreciado en la información de otras fuentes.

Respecto de los precios, en marzo la inflación del IPCX1 fue algo menor que la esperada, por factores bien identificados que en principio se estiman serán revertidos. Con ello, para mediados de año la inflación anual de esta medida seguiría en línea con el escenario base del IPoM de enero. La velocidad de expansión anualizada del IPCX1, luego de mantenerse desde mediados de 2005 alrededor de 3%, cayó hasta valores del orden de 2,5%. La inflación IPC también estuvo algo por debajo de la proyección. Tanto en marzo como hacia delante, el precio del petróleo y sus derivados continúan siendo fuente importante de incertidumbre, tanto por el nivel actual que observa y su trayectoria esperada, como por el posible efecto amortiguador que tenga la operación del fondo estabilizador en el precio interno de estos productos. Respecto de los costos laborales, en febrero la tasa de crecimiento anual de las medidas de CMO volvió a disminuir. Más allá de que en el escenario base se anticipara un descenso por el efecto que tendría sobre la base de comparación dejar atrás el impacto de la reducción de la jornada laboral de comienzos de 2005, la magnitud efectiva de la caída es difícil de interpretar debido al cambio de metodología en la medición del índice. El incremento en doce meses de los CLU volvió a aumentar, situándose cercano a 4%, reflejo del bajo crecimiento de la productividad por el sostenido crecimiento del empleo asalariado y, en menor medida, por el desempeño de la actividad económica en febrero. La velocidad de expansión de los CLU, en tanto, no muestra una aceleración significativa, situándose en valores incluso inferiores a los de fines de 2005.

Por otra parte, agrega el señor Gerente que, las expectativas de mercado que se deducen para la tasa de política monetaria a partir de la curva *forward* son menores que las del último mes y las del IPoM de enero. A julio se espera que la tasa de política monetaria se ubique en 5,1% y para fines de año, en 5,6% (5,3 y 5,7% el mes pasado, respectivamente). La Encuesta de Expectativas Empresariales, en tanto, anticipa un alza de la tasa de política monetaria este mes y una tasa en 5,5% a fines de año. La compensación inflacionaria, aunque con matices dependiendo del plazo, se mantuvo relativamente en torno a 3% en el curso del mes. Las encuestas a mesas de dinero tampoco mostraron cambios relevantes, y la inflación esperada en la Encuesta de Expectativas Empresariales se mantuvo, a uno y dos años plazo, en 3% anual.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 91
Política Monetaria
13.04.2006 4.-

El Presidente ofrece la palabra respecto de la presentación del informe efectuada por el Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi.

El Gerente de Análisis Internacional destaca un mayor balance en materia de crecimiento, sorpresas en precios de *commodities*, cobre y petróleo en particular, precio de la gasolina que crece algo más que el precio del petróleo por márgenes de refinación, condiciones financieras externas que de todas maneras se mantienen positivas, aún cuando las tasas de largo plazo han mostrado aumentos durante el último mes y los *spreads* de economías emergentes marginalmente más altos. Señala el señor Lehmann que los riesgos se perciben estables, tal vez algo mayor en el precio petróleo, que de mantenerse sobre 60 dólares podría, en el mediano plazo, afectar la inflación, y precios de activos inmobiliarios que podrían afectar o desacelerar el crecimiento de la demanda interna.

El señor Ministro consulta si los precios de los inmuebles en Estados Unidos de América, están planos o están cayendo. El Gerente de Análisis Internacional responde al señor Ministro, señalando que estos precios están planos. Consulta también el señor Ministro si las ventas han caído, a lo cual el señor Lehmann responde afirmativamente, y agrega, que respecto a las condiciones financieras internacionales, existe preocupación por las mayores presiones de inflación.

El señor Presidente, don Vittorio Corbo indica que se continúa con un muy buen escenario interno, que es más favorable para Chile en el caso del cobre y desfavorable en la situación del petróleo, pero que, sin embargo el cobre compensa mucho más que el petróleo.

Por otra parte, el señor Ministro de Hacienda consulta si la explicación del alza en el *EMBI* es solamente tasa de interés. A lo anterior, el señor Lehmann responde que la verdad es que el crecimiento del *EMBI* todavía es bastante marginal, y QUE de hecho está por debajo de lo que se registraba en enero de este año. Agrega, que lo que se ha visto o analizado por la Gerencia de División Estudios es que más que las tasas de interés o condiciones financieras, lo que está detrás del movimiento de los *spreads* son expectativas de crecimiento, y eso tal vez explicaría el por qué los *spreads* se han mantenido relativamente bajos, aún cuando las tasas de largo plazo han aumentado de manera algo más significativa.

Por otra parte, el Consejero señor Marfán, sobre el mismo tema, plantea que el índice de precios *Core*, que guía la política monetaria de Estados Unidos de América, en verdad está plano. Agrega el señor Consejero, que el hecho que se aprecie un movimiento más rápido de alza de tasa de política monetaria en ese país tiene que ver o con la percepción que existen presiones para que ésta aumente a futuro, o bien, podría ser también la sensación de que hay un cambio de mano, de sensibilidad, con el cambio del Presidente de la Reserva Federal. Le parece que la impresión de un presidente más *hawkish* también puede provocar el mismo efecto. Señala el Consejero señor Marfán que quizás una manera de aclarar esta situación sería investigar si existe algún indicador que mida expectativas del *PCE Core*. En particular, cree que no existe, pero para nuestro país resulta muy importante estar monitoreando cuáles son las expectativas del mercado en materia de inflación en nuestro horizonte de política. Indica que le da la sensación que el problema está más bien por el lado de una visión más *hawkish* de las perspectivas de política monetaria de Estados Unidos de América, sin descartar los otros componentes, pero le parece que debe haber una combinación de ellos.

40



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 91
Política Monetaria
13.04.2006 5.-

El Vicepresidente, señor José De Gregorio, indica que si se es perfectamente creíble, las expectativas de inflación nunca se moverían. También hace presente que tiene la sospecha de que existe la sensación de que Estados Unidos de América está creciendo algo más fuertemente en relación a dos o tres meses atrás. Agrega el Vicepresidente señor De Gregorio, que en algún momento dicho país va a tener que empezar a desacelerar.

El Consejero señor Marfán, sobre el mismo tema, aclara que en varias oportunidades Estados Unidos de América en los últimos años enfrentó coyunturas similares, y el ex Presidente señor Greenspan señalaba que había un aumento de productividad muy fuerte y entonces por ese lado él guiaba visiones de política económica distintas. Por tal razón, le parece que hay que observar un poco cómo se lee esto en la parte que llaman arte de política, como se discutió en la Reunión de Política Monetaria anterior.

Al respecto, el señor Presidente hace presente que Estados Unidos de América tiene como implícita una inflación subyacente entre uno y dos por ciento. Por otra parte, indica que concuerda con lo expresado por el señor Vicepresidente, en el sentido que en los últimos dos meses, la economía de Estados Unidos de América ha mostrado que la desaceleración que tuvo el cuarto trimestre fue más bien transitoria y, que sigue tomando fuerza y que ya lleva dos años creciendo más que la capacidad que queda en el mercado laboral. Señala que prácticamente no queda exceso. En consecuencia, le parece que se presentan dos situaciones. La inflación subyacente se quedó muy por encima en el largo plazo y, en segundo término, por el hecho que esa economía sigue creciendo más fuerte, existe pánico de que se les desate la inflación, lo que es más fuerte hoy día que hace cuatro o cinco meses atrás. Sin embargo, agrega que también puede estar la mano del nuevo Chairman, y que llegó el momento en que lo están testeando con estas dos fuerzas, pero cree que también hay mucho de consumo.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Esteban Jadresic, indica que sólo quiere señalar un hecho factual. Señala, que las tasas de interés en Estados Unidos de América, de papeles largos a diez años, han subido desde comienzos de año hasta la fecha, cuando hablamos de tasas nominales en torno a 50 – 60 puntos base. Ahora bien, agrega que las de los bonos indexados americanos han subido menos, 30 – 40 puntos base. Hace presente que si se usa la compensación inflacionaria de ellos como medida de perspectivas de inflación, ello estaría reflejando una expectativa de mayor inflación en promedio, en este período, que lo que se esperaba hace algunos meses atrás. Indica el Gerente señor Jadresic, que es probable que, parte de ello, se explique por expectativas de inflación más de corto plazo, no necesariamente de largo plazo, pero que de todas maneras cree que eso matiza la visión de que, al menos, en esos datos se esté reflejando un cambio importante de expectativas por el nuevo Gobernador de la Reserva Federal.

En relación al mercado interno, el Gerente de Análisis Internacional señala que las cifras que se tienen sobre tipos de cambio son los siguientes: tipo de cambio nominal \$ 515,9, que considera un tipo de cambio del día de ayer, de \$ 512,44, que se mantiene estable. Agrega, que todas las cifras con que se cuenta, muestran una apreciación de la moneda.

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 91
Política Monetaria
13.04.2006 6.-

El Consejero señor Marfán, consulta cuáles son los puntos que se tienen del rango del tipo de cambio real de equilibrio de largo plazo. El Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés recuerda que estaría en torno a 88 u 89. El Consejero señor Marfán indica que hace una diferencia saber si estamos fuera de rango o dentro de éste. Por su parte, el Presidente señor Corbo, interviene para señalar, que estaríamos, marginalmente, por debajo de él. El Consejero señor Marfán, consulta por el de largo plazo, en condiciones estructurales.

El Vicepresidente, señor De Gregorio hace presente que el tipo de cambio, en ese caso, debería ser el tipo de cambio al que uno va a converger en el largo plazo. No es el que correspondería hoy día, porque se tiene un precio promedio para los próximos años, dado toda esta tendencia alta, que tiene un efecto sobre nuestra tasa inflacionaria. Señala que se va a converger a eso, pero ahora puede tener un precio distinto.

El Consejero señor Marfán resalta que su consulta era solamente de carácter aclaratorio. Por su parte, el señor Presidente, don Vittorio Corbo, indica que la convergencia puede ser por abajo o por arriba.

El señor Ministro don Andrés Velasco consulta al respecto, si para calcular ese tipo de cambio real, el precio que se usa es siempre el que está en la regla fiscal. El señor Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés, responde que, hasta ahora, se ha usado el que está en la regla fiscal.

En relación al comentario del expositor, en cuanto a la caída de las exportaciones asociadas al sector agrícola, asociada fundamentalmente al sector frutícola, a propósito de lluvias primaverales hacia fines de 2005 que afectaron la producción, el señor Ministro de Hacienda, don Andrés Velasco, consulta sobre cómo se sabe que el problema agrícola es exclusivamente de oferta.

El Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés, responde al señor Ministro que no puede asegurarlo. Sin embargo, agrega que hay dos temas al menos que están en los datos fuertes. Un de ellos que se refiere a siembras de trigo, que han caído importantemente y cuyo origen son importaciones de harina desde Argentina, que el año pasado fueron muy relevantes por los subsidios que tenían. Asimismo, señala que hubo una discusión de salvaguardias que al final no se aplicaron, lo que dio una señal de menos siembras que han sido bastante menores de lo que se preveía y de lo que fueron las intenciones de siembra medidas en su oportunidad. El señor Ministro de Hacienda comenta que dicha situación no le parece que sea un tema de oferta, al menos no en su conjunto. Agrega, que en su segunda etapa es un asunto de oferta, pero en la primera tiene que ver con demanda.

Respecto a lo anterior, el Consejero señor Marfán estima que se trata de un problema de competitividad.

El Gerente de División Estudios señor Valdés cree que es un asunto de competitividad de un sector en particular como consecuencia de un *shock* de precios. Agrega que, de todos modos, ahora no es un *shock* de demanda interna. Señala que quizás ese es el término, pero cuando hablamos de *shock* de demanda estamos pensando más circunscritamente en consumo de inversiones.

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 91
Política Monetaria
13.04.2006 7.-

Asimismo, agrega el Gerente señor Valdés, que otro aspecto además del trigo, son las lluvias del año pasado, que afectaron ciertos sectores frutícolas más de lo que se tenía previsto hasta hace un tiempo, lo cual afecta no solamente al sector agrícola sino que también principalmente al sector industrial asociado a la fruta. Indica, que en todo caso estos temas agrícolas que estamos comentando pesaron mucho en el trimestre pasado, y en el primer trimestre de este año, y no en el segundo o tercero, debido a la estacionalidad propia de estos sectores.

Agrega el Gerente de Análisis Internacional, que respecto a las cifras más crudas en torno al comportamiento de exportaciones destacan aquéllas del primer trimestre, del orden de 12 mil millones de dólares. En términos de quantum, en el sector minero las exportaciones fueron más elevadas de lo que se preveía. Lo anterior, por una producción de ese sector más elevado de lo que se anticipaba, particularmente, en el mes de febrero de este año, el cual debería decrecer hacia el segundo trimestre. También se refiere el señor Lehmmann al sector agrícola, que presenta crecimiento cero en el mes de abril, que fue sin embargo, algo mayor a lo que se anticipaba en marzo que era de 3,8% negativo, derivado de sorpresas por la fruta tardía que no se había considerado, y que está siendo exportada a los mercados externos.

El Consejero señor Jorge Desormeaux señala sobre el particular, que también es muy probable que el aumento de precios sea mayor al estimado, ya que los agricultores fruteros enfrenten una curva de demanda decreciente y ante una menor oferta, es posible que los precios se incrementen, lo que generalmente, se conoce con algún rezago.

El Consejero señor Marfán consulta sobre las encuestas de desocupación y ocupación, y señala que le llama la atención que tengan cambios tan bruscos de tendencia. Señala que la participación venía cayendo y que esta disminución se aceleró a fines del año pasado y repentinamente vuelve a subir bruscamente. Indica, que lo mismo pasa con los trabajadores por cuenta propia y los asalariados.

El Gerente de Análisis Internacional señor Lehmmann, señala que en estas encuestas la tasa de participación de mujeres también muestra un comportamiento parecido al que señala el Consejero señor Marfán. Agrega, que respecto a vacantes y empleo asalariado, como se ha dicho, el empleo asalariado ha estado subiendo, pero desde el punto de vista de vacantes se aprecia una caída.

El Consejero señor Marfán, comenta que hay ciertas estadísticas que en su opinión, no aportan mucha información. Una de ellas es la referida a la tasa de interés de los créditos de consumo que, como ha señalado en otras oportunidades, la tasa promedio de interés de consumo pasa de, 26% al año a 25%, al año, de lo cual no se puede colegir que bajó la tasa de consumo, especialmente en un mercado tan heterogéneo que puede estar mostrando cambios de composición de deudores que, probablemente, es lo más factible.

En relación a precios y costos, el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Igal Magendzo indica que términos de velocidad, la historia es menos dramática que en términos de variación en doce meses para los CLU porque para el último no se ve un incremento en los últimos dos trimestres. Lo otro que desea plantear, es que igualmente las cifras de casi 4% resultan elevadas. En tal sentido, señala que se quiso indagar qué estaba impulsando esa cifra. Respecto a los salarios, señala el señor Magendzo que existe una



incertidumbre por el cambio metodológico. En todo caso, el comportamiento de los salarios en las últimas cifras con que se cuenta, en donde ya hubo cambio metodológico, que son las de febrero, en su opinión, no se aprecia nada anormal, respecto a lo que son las cláusulas habituales de indexación. Además, menciona que la encuesta de la Asociación Chilena de Seguridad muestra cambios de salarios bastante parecidos a los que están mostrando los costos de mano de obra, 1,5% real. Por el lado del empleo, lo que se destaca es un fuerte crecimiento en el empleo asalariado. Señala el señor Magendzo, que podría dudarse que algunos indicadores obedezcan a los cambios de la encuesta, pero que otra vez las cifras de vacantes nos corroboran que hay fortaleza en el mercado laboral por el lado de los asalariados, y las cifras de la Asociación Chilena de Seguridad también muestran bastante dinamismo.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Igal Magendzo indica que los CLU son solamente de empleo asalariado, y que los CLUX excluyen el sector minería y electricidad, gas y agua. Agrega, que también se cuenta con algunos gráficos donde se excluyen el sector público y el sector agrícola.

Hace presente el señor Magendzo, que lo que se está tratando de identificar es si este aumento del empleo asalariado debiera continuar viéndose hacia el futuro; si estas velocidades debieran continuar; o, si tenemos un argumento para pensar que el empleo asalariado debiera ceder porque no existen mayores holguras.

El Presidente comenta que el Banco seguirá examinando este tema.

El Consejero señor Manuel Marfán, señala que le parece consistente lo que se está haciendo en esta materia.

Por otra parte, en relación a la proyección de inflación, el Consejero señor Manuel Marfán pide que le recuerden las fechas de estas encuestas. El Gerente de División de Estudios comenta que el cierre de éstas es con el más tardío del IMACEC o el IPC. El señor Presidente comenta que esto corresponde al 6 ó 7 de abril. El Consejero señor Marfán, sobre el mismo tema, pregunta en cuánto tiempo se realiza esta encuesta. El señor Valdés, señala que ésta corresponde a tres días. Agrega el señor Marfán que, en consecuencia, si esta encuesta se hiciera hoy día entregaría resultados distintos, ya que cuando hay períodos de apreciación pronunciada la gente piensa que parte se va a revertir y aparece una encuesta de apreciación.

El señor Gerente de División Estudios señala que esta encuesta se efectuó en un momento en que el tipo de cambio no se había apreciado todavía.

El Consejero señor Marfán, señala que, desea hacer una pregunta más bien de olfato, de sensación, aún cuando sabe que no está hecho el cálculo, que consiste en que la inflación caiga en 12 meses al piso de nuestro rango meta a septiembre. Hace presente el Gerente de División Estudios que básicamente es un problema de bases de comparación.

El Consejero señor Jorge Desormeaux indica, que en las proyecciones de IPC, se está trabajando con un tipo de cambio de \$ 525 y un precio del petróleo en torno a los \$ 60. Hoy día tenemos un precio del petróleo que está 3% más arriba y tenemos un tipo de cambio que está 2% por debajo.

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

Hace presente el Gerente de División Estudios, que estos escenarios se pueden revisar para el IPOM. Agrega que el otro problema es que si se gatillan o no cláusulas de reajustabilidad en algunos sectores.

El Presidente, señor Vittorio Corbo, suspende la Sesión a las 12:55 horas e informa que la misma se reanudará a las 16:00 horas.

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 91.

No se encuentra presente en la Sala, la Secretaria Ejecutiva de la Presidencia señora Cecilia Feliú Carrizo.

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

El señor Gerente de División mencionado informó lo siguiente:

1. Con los antecedentes disponibles, las opciones que parecen plausibles para esta reunión son mantener o aumentar la tasa de política monetaria en 25 puntos base.
2. Las novedades no parecen suficientes para hacer cambios fundamentales al panorama macroeconómico central discutido en los últimos meses, y que justifica una normalización pausada de la tasa de política monetaria. Si algo, las novedades ratifican que no sería necesario acelerar el ritmo de normalización de la política monetaria. La mayoría de las medidas de tendencia inflacionaria y las expectativas de inflación se mantienen en torno a 3%, las pequeñas holguras que subsisten, más allá de vaivenes mensuales en las cifras de actividad, parecen estar copándose gradualmente, y la política monetaria es aún expansiva. Para mantener este cuadro de inflación y expectativas bien ancladas, y así favorecer la sostenibilidad de este ciclo expansivo, es necesario continuar retirando el estímulo monetario que persiste, lo que además es esperado por los mercados.
3. Con todo, cabe consignar que, de sostenerse en el tiempo, hay novedades que sí podrían modificar el escenario en algunas dimensiones relevantes. A este respecto, cabe notar los mayores precios del cobre, los que configuran un escenario de mayores términos de intercambio, y más persistente, de lo proyectado en meses anteriores, con efectos en el gasto del gobierno a partir de 2007 y sobre la trayectoria del tipo de cambio. Por otro lado, la actividad interna está mostrando un menor empuje del que se preveía, situación que, en todo caso, no debería sostenerse. Se destaca además el riesgo de que el precio del petróleo no descienda como se espera.
4. Se puede justificar aumentar la tasa de política monetaria en esta reunión simplemente a partir de la validación del escenario central. Un alza hoy es plenamente coherente con este escenario y es esperada por el mercado. Apoyan esta opción el que las condiciones financieras se mantienen expansivas, en un cuadro en que la tendencia inflacionaria se ubica en el centro del rango meta y las holguras no son significativas. Aunque el aumento de los CLU se suma a estos argumentos, cabe mencionar que la velocidad de incremento de estos costos entrega un cuadro más benigno del que se percibe de sus variaciones anuales. A ello se suman los temas de interpretación por cambios de metodología y cambio de composición. Se estima, por lo tanto, que la evolución de los costos laborales



BANCO CENTRAL DE CHILE

no sería en sí misma un argumento suficiente para justificar un aumento de la tasa de política monetaria.

5. Por otro lado, se podría justificar mantener la tasa de política monetaria considerando el menor crecimiento que está mostrando la actividad, la reducida inflación IPCX1 y el efecto desinflacionario que debería tener el menor tipo de cambio, de mantenerse el mayor valor del peso en el tiempo. Sin embargo, hay que considerar que la evidencia apunta a que el menor empuje de la actividad no es un fenómeno de demanda, sino que más bien obedecería a *shocks* de oferta en sectores específicos que ocurrirían por una sola vez, por lo que sus efectos en una menor inflación no serían significativos ni perdurables. Asimismo, se estima que la menor inflación IPCX1 debería revertirse. A esto último se agrega que las medidas de inflación IPC_F han seguido aumentando.
6. Además de las consideraciones anteriores, la mantención de la tasa de política monetaria en esta oportunidad sería una sorpresa para el mercado, considerando que las expectativas son de un alza en su mayoría. Tampoco sería una acción de política fácil de explicar. Por el contrario, un aumento de 25 puntos base, al estar internalizada en la estructura de precios financieros, no debiera tener mayores efectos y sería comprendida con relativa facilidad.

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

El señor Gerente de Investigación Económica, señor Klaus Schmidt-Hebbel Dunker, señala que las novedades del mes se concentran intensamente en las condiciones externas que enfrenta la economía chilena y, en particular, en los precios de los commodities. Indica que con este *shock*, se corrige en 14,4 puntos porcentuales la proyección de los términos de intercambio promedio para el año 2006 y, con toda seguridad, en alguna medida las proyecciones de mediano plazo para los años siguientes. Agrega, asimismo, que este *shock* de términos de intercambio se debe a un incremento de unos UScts 40 por libra de cobre y unos US\$ 4 por barril del petróleo, que llevan, en forma combinada, a unos 2 puntos base del PIB de mayor ingreso (y ahorro) fiscal y, aproximadamente 0,7% de aumento en el ingreso privado disponible en el año 2006. También hace presente el señor Gerente de Investigación Económica, que en las condiciones internas no hay novedades de la magnitud de las externas, y tienden a ser de signo contrario. Por una parte, el crecimiento del primer trimestre es más débil de lo esperado, poniéndose en duda la proyección de crecimiento inicial para el año. Por otra parte, señala que el crecimiento del empleo y de la fuerza de trabajo sigue a ritmo más elevado de lo anticipado.

Agrega, el señor Schmidt-Hebbel, que el escenario base involucra, en su opinión, dos escenarios de riesgo importantes. El primero, es de un mayor crecimiento que el que se está proyectando actualmente (eventual escenario IPoM) para 2006 y, para 2007, que supone una aproximación asintótica, desde abajo, del PIB efectivo al PIB potencial. Estima que, a la luz de la experiencia internacional, es altamente improbable esta convergencia asintótica. En las actuales y muy excepcionales condiciones externas e internas que benefician a la economía chilena, la experiencia mundial sugiere que el crecimiento mayor al potencial seguiría todavía por un buen tiempo, llevando al producto a niveles por encima del potencial y a la tasa de desempleo por debajo de su nivel natural, estimado en 8% para Chile. Señala el señor Schmidt-Hebbel que son muy excepcionales las experiencias internacionales de países maduros que, en condiciones internacionales tan prósperas como las nuestras en la actualidad, logran evitar la correspondiente fase holgada de sus ciclos económicos.

Menciona el señor Gerente de Investigación Económica, que el segundo riesgo al cual se enfrenta la economía chilena es de una significativa apreciación nominal y real adicional, empujando el valor del dólar bastante por debajo de los actuales \$513 por dólar. Ello



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 91
Política Monetaria
13.04.2006 11.-

podría ser perfectamente concordante con los fundamentos actuales y proyectados de la economía chilena, sin involucrar una salida de una “zona de confort”, en torno a un nivel de equilibrio del tipo de cambio real de mediano plazo más apreciado, pero con los siguientes efectos deflacionarios temporarios. Comenta, además, que a la luz del notable *shock* de términos de intercambio, considerando los dos escenarios de riesgo que plantea y que tienen implicancias contrapuestas para la política monetaria y la gran distancia que aún nos separa de la Tasa de Política Monetaria neutral (estimada en más de 6.5%), y en condiciones de virtual empleo actual, se inclina por sugerir una continuación de la pausada normalización de la política monetaria, incrementando la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base en esta ocasión.

Consulta el Consejero señor Marfán, por qué una combinación de aumento de precio del cobre y del precio del petróleo, significa un mejor ingreso disponible privado. El señor Schmidt-Hebbel, responde al señor Consejero, que el aumento del ingreso disponible privado se basa en estimaciones presentadas en una minuta de la División Estudios de hace dos semanas atrás, que mide el impacto de alzas en el precio del cobre y del petróleo sobre el ingreso disponible privado. El Consejero señor Marfán, en relación a lo anterior, consulta la razón por la cual los privados ganan con el aumento del precio del cobre. Señala el señor Schmidt-Hebbel, que el impacto de un mayor precio del cobre sobre el producto puede verse reflejado en el impacto de los términos de intercambio, en la ecuación de producto o IS en el modelo de proyecciones del Banco Central de Chile. Agrega el señor Marfán que ello se refiere a empresas extranjeras. El señor Schmidt-Hebbel, indica que existen dueños chilenos de una empresa privada grande de cobre y, además, los productores privados pequeños y medianos de cobre. El cálculo presentado para el ingreso privado disponible, precisamente, refleja las ganancias en ingreso de los privados nacionales, una vez que se descuenta de los mayores ingresos domésticos o geográficos, lo correspondiente a los mayores ingresos del Estado y de aquéllos repatriados como dividendos al exterior de los dueños extranjeros de la gran minería del cobre.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Esteban Jadresic señala que comparte la proposición de la Gerencia de División Estudios de que la opción relevante es aumentar en 25 puntos base la tasa. Agrega que a diferencia de las demás opciones que se descartan, es coherente con la estrategia de normalización pausada de política monetaria y no ha habido desarrollos que justifiquen cambiar esa estrategia. En particular, señala que los datos efectivos sobre producción, demanda y precios, son o se ven bastante similares a lo que se esperaba hace algunos meses. Si bien hay noticias en otros ámbitos, particularmente en el sector externo y en el mercado laboral, la interpretación de sus efectos netos sobre las presiones inflacionarias no es obvia. Hay noticias en ambos lados. Entre las discutibles está la tasa de política monetaria; las potenciales opciones inflacionarias que pueden provenir del rápido crecimiento del empleo asalariado; el efecto que puede tener el mayor precio del cobre en fomentar la demanda, mecanismos que simplemente son temas de discusión y, en parte, sobre el costo del precio del petróleo. Señala el señor Jadresic que todo esto apunta a seguir en la misma dirección. Sin embargo, por otra parte, existen noticias que justifican mantener la tasa, como son la desaceleración en el crecimiento de los salarios, que cae por debajo del *benchmark* del 6% que sería coherente con la meta de inflación en un estado inflacionario en que la productividad y la tendencia está cerca del 6%. Señala el señor Jadresic que, en el balance de estas noticias, para ambos lados, no hay una razón muy poderosa para privilegiar uno u otro conjunto de noticias. Estima el señor Gerente, que cuando se mira hacia delante se va a ir haciendo cada vez más importante monitorear y graduar bien los futuros aumentos de tasas a lo que se observa en el mercado. Le parece que será importante considerar cómo el rápido crecimiento del empleo asalariado empieza, efectivamente, a aumentar los salarios, hecho que ya se había visto y que pone presión a la inflación subyacente. O al contrario, se desacelera mientras observamos aumentos en el crecimiento de la productividad. En consecuencia, cree que el mercado laboral va a ser la motivación central de evaluación del ritmo para aumentar las tasas a futuro.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 91
Política Monetaria
13.04.2006 12.-

El Gerente de División Política Financiera señor Luis Óscar Herrera, señala que el panorama macroeconómico no se ha modificado significativamente desde la última reunión, aunque algunos de los riesgos que estaban presentes se han acentuado. Señala que si contamos con diversos mecanismos para amortiguar en el corto plazo este incremento de los términos de intercambio sobre los efectos de corto plazo en la economía, no es muy aventurado pensar que dada la magnitud de los ajustes que se están observando esto podría agregar un impulso adicional a la demanda interna. Así, hace presente que no podemos descartar que en el corto plazo el sector privado mantenga su dinamismo.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco, señala que desea plantear tres ideas. La primera de ellas es que no le parece necesario añadir algo respecto al diagnóstico general que se ha efectuado en esta reunión, ya que le parece perfectamente correcto y sensato. Asimismo, comparte la conclusión que todos han manifestado, en cuanto a que hay una normalización pausada y que ella se justifica en el mediano plazo, o para decirlo de otro modo, el mercado espera tres incrementos más de tasa. Esta normalización pausada significa una tasa de 5,5% para fines de año. Le parece al señor Ministro, que la discusión debiera centrarse en torno a la velocidad con que se llega al final de esa meta. Al respecto, señala que si la hubiese, la pregunta es si se quiere llegar en un salto, en dos o en tres, y cuál es la ocasión en que éstos se efectuarán. Aquí es donde se le presentan dudas acerca de cuál es la ocasión para hacerlo. Si este mes o el próximo, para completar o al menos avanzar en esa normalización pausada. Agrega que de lo que escuchó en esta reunión, le quedan algunas dudas sobre el origen de la caída, muy transitoria, de algunos indicadores de actividad. Recuerda que el Gerente de División Estudios señaló que en materia agrícola había un par de historias, pero un par de historias no constituyen identificación en este caso, además que no existe certeza de estos datos. En segundo término, piensa que existe cierta incertidumbre sobre la evolución de los salarios, tal como lo señaló el señor Gerente de Operaciones Financieras. Hace presente que la primera derivada es muy positiva, pero la segunda se ha vuelto negativa, y que entonces, también hay un grado de duda. En tercer lugar, cree que el efecto de la apreciación del tipo de cambio sobre la inflación también es una fuerte incertidumbre, y finalmente, algo levemente heterodoxo pero no totalmente, señala que dado el ambiente que se aprecia respecto al tipo de cambio; a las exigencias que el señor Presidente del Banco y el mismo en particular van a recibir a través de la prensa y de los parlamentarios y de mucha otra gente, cree que también tiene que pensar cómo se va a recibir la decisión que adopte el Banco. Insiste el señor Ministro, que no está hablando del proceso general de normalización, pero atendida la oportunidad y que se tiene un tipo de cambio nominal bajo, eso va a generar inquietudes y, entiende que el objeto del Banco Central por su Ley Orgánica es la inflación y no el tipo de cambio. Sin embargo, agrega el señor Ministro que uno querría diseñar la política monetaria de modo que pueda alcanzar ese objetivo de inflación, con el menor efecto, y, por lo tanto, sugeriría ser más bien escéptico en cuanto a mover la tasa de interés y no ser particularmente vigoroso al moverla. En consecuencia, en su opinión, dada la incertidumbre remanente y el ruido externo, quizás se inclinaría, sin cambiar la trayectoria de largo plazo, por una actitud este mes más de esperar y de ver.

Otro tema que quiere plantear, es que le sorprende algo que escuchó en varios de los que han intervenido en esta Sesión, y que al fin de cuentas hay un argumento muy poderoso y es que se está internalizando en el mercado, esto es, que este aumento de 25 puntos base, al estar internalizado en la estructura de precios financieros, no debiera tener mayores efectos y sería comprendida con relativa facilidad, y que hacer lo contrario sería difícil de explicar. Al respecto, señala sentirse algo incómodo con esta lógica, porque obviamente le parece que no es trabajo de nadie validar expectativas. Por lo tanto, más allá de esta discusión en particular, reitera que se siente algo incómodo de que este criterio lleve a pensar que las expectativas del mercado sean un elemento para considerar en la discusión.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 91
Política Monetaria
13.04.2006 13.-

El Presidente señor Vittorio Corbo, señala al señor Ministro que corresponde recordar que en el ejercicio que se efectuó, cuando se elaboró el informe de política monetaria anterior, que es el de enero, en nuestra forma de ver la evolución de la economía y de la inflación, se tiene una estructura de comportamiento de la tasa de interés, indicativa de aquí hacia delante, para que la inflación se mantenga en torno al 3%, y eso se ha comparado generalmente con el mercado y a veces la estructura es menos o más empinada. En consecuencia, agrega el señor Presidente que nos guiamos siempre hacia dónde creemos que tiene que ir la trayectoria de tasas para efectuar nuestro trabajo. Por otra parte, señala que el mercado tiene también su trayectoria de tasas y cuando se cree que en el mercado no existe una razón para validar, no se hace, ya que lo que piensa el mercado es parecido a lo que se tiene implícito en nuestra forma de ver la economía. Agrega el señor Presidente, que los argumentos más fuertes tienen que ver con los que se presentaron en esta reunión y, el otro gran argumento, es no perder esta gran credibilidad que se ha ganado de mantener la inflación anclada en torno a 3%.

El Vicepresidente señor José De Gregorio, manifiesta que desea reafirmar lo señalado por el señor Presidente. Agrega que está de acuerdo con el principio general, sin embargo, no se puede argumentar, como lo ha señalado el señor Presidente, que un alza en esta ocasión va a provocar cambios en los precios porque el mercado ya la tiene internalizada. El otro tema tiene que ver con un problema de comunicación, ya que la discusión que aquí se tiene, sale tres semanas después en la Minuta, y constituye una noticia que está muy atrasada en el tiempo.

Señala el señor Ministro de Hacienda, que para aclarar el tema le parece que en lo que señaló el señor Presidente hay que mirar la estructura de tasas y leer la información ahí contenida y concluir que dicha información nos deja cómodos respecto de lo que se va a hacer. Si se procede de ese modo, ya con ese argumento no ve ningún problema.

El Consejero señor Marfán, a propósito de lo expuesto por el señor Ministro de Hacienda, formula dos reflexiones. La primera, que es un tema muy debatible y opinable, pero tiende a coincidir que deberíamos cumplir nuestra meta constitucional de estabilidad de la moneda o tener una meta de inflación, no a costa de exacerbar otros desequilibrios y, por lo tanto, se tiene que determinar un panorama general, ya que el modelo supone que la economía converge hacia un equilibrio en variables reales y también en precios relativos, pero se puede estar en una dinámica que en realidad lo está alejando de ese equilibrio y, eso es un elemento que si las decisiones de política tienden a exacerbar esa divergencia, es un elemento a considerar en la decisión de política. Agrega, que a propósito de lo cambiario, ha sido en lo personal gran defensor de tener esa consideración en nuestras decisiones, pero en esta ocasión señala no estar particularmente preocupado de ese tema, ni cree que el Banco debería mostrar que es sensible a las presiones del medio en esta materia.

Lo segundo, señala el señor Marfán, es que por lo menos algunas veces ha sido importante para dirimir su posición, cuáles son las expectativas de mercado cuando todo lo demás en realidad le deja indiferente entre dos opciones y, en ese caso, cree que lo más conservador es validar las expectativas, porque el riesgo que se tiene de no hacerlo, es que el mercado piense que el Banco cuenta con información que ellos no tienen, y por lo tanto, se puede afectar bastante. Entonces si se tiene información dura que lo lleva a tomar una determinada decisión, se tiene que tomar independientemente de las expectativas, porque se tiene que guiar al mercado también, y si se está indiferente, entonces cree que lo que el mercado espera, y eso está dentro de las posibilidades que se barajan y no tiene ninguna otra razón que incline la balanza, es una opción correcta considerarla.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 91
Política Monetaria
13.04.2006 14.-

El punto más de fondo es que concuerda con lo inicialmente dicho en cuanto a que si el tipo de cambio estuviera en una trayectoria preocupante, entonces ése es un elemento que se debería también considerar en la decisión de política.

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 completo material que prepararon para esta reunión. Destaca el señor Marshall los antecedentes que le parecen relevantes e importantes para adoptar una decisión en esta oportunidad. Al respecto, señala que le parece que, en general, el panorama económico que enfrenta el país se muestra muy favorable. El crecimiento de la economía mundial es vigoroso y bastante extendido. Los precios de las materias primas y los metales en particular, se mantienen en un ciclo marcadamente alcista. El precio del cobre ha alcanzado niveles hasta ahora no conocidos y sus proyecciones se han ajustado hacia arriba. Hace presente el señor Consejero, que las condiciones financieras para las economías emergentes, no obstante los movimientos observados en las tasas de interés, siguen siendo favorables, teniendo en cuenta el nivel de éstas y los premios por riesgo. Sin embargo, las perspectivas de crecimiento en los países industrializados y el aumento de los riesgos inflacionarios han generado expectativas de ajustes más rápidos de las tasas de interés en esas economías, con los consiguientes efectos en el escenario internacional. Tal es el sentimiento bastante generalizado en los principales mercados financieros del mundo.

Señala el Consejero señor Marshall, que el principal factor de riesgo, como se ha señalado, sigue siendo el precio del petróleo que se podría mantener en niveles altos por un tiempo prolongado e incluso alcanzar rangos sustancialmente superiores a los actuales. También está presente el riesgo de un ajuste muy pronunciado en las tasas de interés externas si los ajustes económicos esperados no se producen. Agrega que, en el ámbito interno, las condiciones financieras siguen siendo expansivas, sin cambios importantes respecto a los meses anteriores. Los agregados monetarios y las colocaciones bancarias mantienen elevadas tasas de crecimiento mientras las tasas de interés se muestran relativamente estables.

Indica también, que en los días previos a esta reunión el peso se ha apreciado, volviendo a niveles observados en meses anteriores, lo que ha coincidido con la tendencia alcista exhibida por el precio del cobre.

La demanda interna parece seguir el patrón de ajuste o desaceleración previsto a principios de año. Los datos disponibles hasta ahora indican que esta normalización se estaría observando tanto en el consumo como en la inversión.

La actividad interna sigue evolucionando en forma positiva, pero las cifras disponibles para el primer trimestre, aún preliminares, muestran un crecimiento algo inferior al proyectado a principios de año, debido al comportamiento de sectores específicos. Señala que todo ello deberá ser monitoreado con atención en los próximos meses.

Agrega el señor Consejero, que el mercado laboral continúa mostrando una positiva evolución y destaca la vigorosa expansión que sigue mostrando el empleo asalariado y la recuperación parcial de la caída previa observada por el empleo por cuenta propia.

En lo que se refiere a la inflación, las cifras del último mes resultaron algo inferiores a la esperada. Las proyecciones para los próximos meses no han cambiado definitivamente y siguen mostrando una convergencia hacia los valores centrales del rango meta en el mediano plazo. Las expectativas del mercado que apuntan en el mismo sentido permanecen bien ancladas. Los costos laborales se expanden a tasas más altas que en el



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 91
Política Monetaria
13.04.2006 15.-

pasado, lo que resulta consistente con la evolución del mercado laboral y por tanto, deben ser monitoreados con atención.

En suma, señala el Consejero señor Enrique Marshall, el escenario económico sigue siendo favorable con dos elementos que parece necesario volver a ponderar para efectos de análisis. El primero se refiere a la permanencia de un alto precio del cobre y el segundo, al nivel y riesgo asociado al precio del petróleo. En este contexto, lo que corresponde es seguir aplicando la estrategia de gradual normalización de la política monetaria. Los antecedentes revisados no justifican un cambio en dicha estrategia. En principio, las opciones de subir la tasa en 25 puntos base y de mantenerla en su actual nivel parecen contar con argumentos de admisibilidad. Sin embargo, el patrón de ajuste aplicado en el último tiempo ha contemplado alzas de 25 puntos con interrupciones o pausas con el objeto de dosificar adecuadamente el retiro del impulso monetario. Indica el señor Consejero, que considerando que la tasa se mantuvo en la reunión de marzo pasado, la opción de subir en esta oportunidad la tasa en 25 puntos base, parece entonces la más adecuada. Cabe tener presente, que el mercado espera mayoritariamente que esa sea la decisión en esta oportunidad. Agrega, que si bien la tasa de política monetaria se ha ajustado en forma importante en el curso de los últimos meses y ello debe ser reconocido, todavía no parece haber llegado el momento de unificar en forma importante la estrategia o la secuencia de normalización de la política monetaria. En todo caso, señala esto es algo que deberá ser necesariamente evaluado en un futuro próximo. En virtud de lo señalado, el Consejero señor Enrique Marshall vota por subir la tasa de política monetaria en 25 puntos base.

El Consejero señor Manuel Marfán, agradece el análisis del staff y señala que, en términos gruesos, la coyuntura que enfrentamos se sigue enmarcando dentro del escenario central contemplado en el último IPOM.

En lo externo, lo más relevante, como cambio, es la sorpresiva aceleración en el aumento de precios del petróleo y especialmente el del cobre. La evidencia circunstancial, sin embargo, apunta a que el precio internacional de las gasolinas no se acelerará al mismo ritmo. En otro plano, las perspectivas de la política monetaria de los Estados Unidos de América apuntan a un ritmo más acelerado de aumento de la tasa en esa economía.

En lo interno, el crecimiento del primer trimestre de este año se proyecta menor al anticipado en la RPM anterior, aunque por razones transitorias y puntuales que debieran despejarse en el horizonte cercano. También la inflación resultó menor a la esperada, aunque los indicadores de tendencia mantienen el curso planteado en el escenario central. No se aprecian, a su juicio, presiones de costos provenientes del mercado laboral.

Señala el señor Consejero que, en otro plano, la mantención del IVA en 19% no tuvo impacto alguno en las expectativas de inflación del mercado, probablemente porque ese efecto ya estaba internalizado al igual que en el escenario central. La principal sorpresa es la apreciación del tipo de cambio en torno a un 2% respecto de la RPM anterior.

En la medida que la regla de política fiscal continúe en aplicación; que no se altere significativamente el precio de referencia a largo plazo; y, que exista un manejo financiero prudente del excedente fiscal, es posible aislar el tipo de cambio de las fluctuaciones de corto plazo del precio del cobre.

Con todo, indica el Consejero señor Marfán, estas condiciones recién enumeradas no son resorte del Banco Central. A lo más hay más certeza en cuanto a que la tasa de política monetaria de Chile puede desacoplarse de la de los Estados Unidos de América, o dicho de otra manera, no hay razón para que una curva *forward* más empinada para la tasa de política en los Estados Unidos de América, se traduzca en un empinamiento de la

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 91
Política Monetaria
13.04.2006 16.-

curva *forward* de Chile, o mejor aún, no se ve razón alguna por la cual el Banco deba acelerar el ritmo de normalización de la política monetaria.

En este contexto, señala que coincide con la Gerencia de División Estudios en que las opciones de política a evaluar en esta oportunidad, son mantener o elevar en 25 puntos base la tasa de política. Agrega que, las expectativas del mercado son mayoritariamente que el Banco seguirá este segundo camino, y ésa es de hecho la única razón táctica por la cual se inclina por esa opción, dada la neutralidad que a su juicio, impone el conjunto de los antecedentes disponibles entre estas dos opciones. Con todo, señala que el Comunicado deberá ser claro y explícito en cuanto a que el ritmo de normalización de la política monetaria seguirá siendo pausado, sin que hasta ahora se disponga de información que amerite una aceleración de éste. En consecuencia, el Consejero señor Manuel Marfán vota por elevar la tasa de política monetaria en 25 puntos base.

El Consejero señor Jorge Desormeaux, manifiesta que la decisión de hoy se enmarca en un cuadro en que las principales novedades provienen del exterior, como se ha señalado previamente.

Señala el señor Consejero, que los antecedentes muy completos que ha presentado la Gerencia de División Estudios, indican que pese a todos los inconvenientes que ha enfrentado la economía mundial en los últimos doce meses, huracanes en el Golfo de México, en el Asia, alzas en el precio del petróleo, menor dinamismo en el mercado de la vivienda en los Estados Unidos de América, riesgos geopolíticos, etc., este dinamismo se mantiene favorable y resulta cada vez más balanceado entre regiones. Agrega, que si bien las cifras apuntan a una aceleración del crecimiento, una buena parte de esta corrección corresponde a un cambio de ponderaciones que fue provocada por la revisión de estadísticas de China, y que aún así, la economía mundial registra un mayor crecimiento en el margen, lo que ha llevado al precio de los *commodities*, incluyendo el cobre, a valores sustancialmente mayores a los proyectados. En el caso del petróleo también han incidido factores geopolíticos.

Indica el señor Consejero que, en el plano interno, la economía se desempeña en gran medida de acuerdo a lo previsto. Si bien la actividad muestra un debilitamiento en el primer trimestre que podría extenderse al segundo, ello sería, y es nuestra mejor evaluación hoy día, el reflejo de factores puntuales y no representa un cambio de tendencia. La demanda interna, por su parte, presenta una desaceleración que se enmarca plenamente dentro del escenario central de nuestro informe de política monetaria de enero.

Agrega el Consejero señor Desormeaux, que más allá de estos factores puntuales que afectan a sectores específicos, como la agricultura y la industria, entonces, la economía se expande a un ritmo que sigue siendo superior a su tendencia en un marco de holguras cada vez menores, lo que tiene lugar en un contexto de condiciones financieras cuya expansividad sigue siendo elevada, como se ha señalado.

Señala el señor Consejero, que concuerda con la conclusión de la Gerencia de División Estudios, en cuanto a que pese a estos desarrollos, el panorama macroeconómico no ha experimentado cambios fundamentales respecto de evaluaciones anteriores y que, por lo tanto, la estrategia de normalización pausada del impulso monetario sigue siendo la opción más válida y que no sería, en consecuencia, necesaria una aceleración de la misma. Sin embargo, agrega que en las actuales circunstancias le parece difícil justificar una pausa. Las mejores condiciones externas y su eventual impacto en el gasto público y privado, como se ha discutido previamente, en un marco de condiciones financieras expansivas y de holguras decrecientes, configuran un cuadro que resultaría difícil de reconciliar con dos pausas consecutivas de la tasa de política monetaria. Señala, que un alza de 25 puntos base, decisión que espera la mayoría del mercado, sería más coherente con nuestro escenario central y contribuye a mantener las expectativas ancladas en torno al centro del rango meta. Al respecto, indica que dado que el

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

mercado espera mayoritariamente un alza de 25 puntos base, esta decisión ya estaría internalizada en los precios de los activos financieros, por lo cual no tendría mayores repercusiones. Lo anterior, por cierto, además coincide en gran medida con la trayectoria considerada para la tasa de interés en el escenario central de nuestro informe de enero. En cambio, hace presente que la decisión de mantener la tasa de política monetaria inalterada en el día de hoy, tendría no sólo un componente de sorpresa para la estructura de activos financieros. Crearía una legítima duda acerca de un cambio en la función de reacción del Banco Central. Por lo anterior, el Consejero señor Jorge Desormeaux vota a favor de un alza de 25 puntos base.

El Vicepresidente señor José De Gregorio indica, que el panorama económico reciente es coherente con el escenario central de nuestro último IPOM y, por lo tanto, no hay razones para cambiar nuestra estrategia de retiro gradual del impulso monetario para cumplir con nuestro objetivo inflacionario. Sin embargo, señala que la pregunta relevante es si corresponde hacer una pausa o no a la luz de lo ocurrido desde nuestra última RPM. Indica, que para ello se debe considerar, en primer lugar, que el mes pasado la decisión no fue fácil, en cuanto había buenas razones para subir o mantener la tasa. La mantención dejó implícito que, en el escenario más probable, este mes se debería subir la tasa de política monetaria y ello es una poderosa razón para subirla, en particular, dado que el escenario central no ha cambiado.

Sin embargo, indica el señor Vicepresidente que, deberíamos detenernos a examinar que ha pasado en el margen, y aquí es donde han habido novedades que han sido bien analizadas por la Gerencia de División Estudios, las que se pueden resumir en: significativa alza del precio del cobre; apreciación del peso desde la última reunión de política monetaria hasta hoy, de aproximadamente 3%; alza del precio del petróleo, aunque con movimientos probablemente compensatorios del precio de la gasolina; y un crecimiento del PIB levemente inferior al previsto anteriormente.

Por su parte, indica que, los costos laborales unitarios siguen una senda consistente con la meta de inflación, pero hay que tener cuidado con la medición. Señala que si bien nuestra medición, corrigiendo por estacionalidad-horas y, usando el empleo asalariado, las tasas de crecimiento en 12 meses han subido sistemáticamente los últimos meses hasta llegar cerca de 3%, en las cifras más recientes, no está claro que ésa es la medida más adecuada. Además, agrega que como bien señala la Gerencia de División Estudios, en términos velocidad, ésta no está aumentando, aunque sí se encuentra en el límite de su consistencia con la meta de inflación. Sin embargo, señala el señor Vicepresidente, cambiar las cifras usadas para calcular el costo laboral unitario puede llevar a visiones distintas. Los indicadores se vuelven bastante volátiles. Agrega que, de hecho, si en vez de usar el empleo asalariado ajustado por estacionalidad se considera el empleo total, se mantiene el resto de los datos. El costo laboral unitario habría caído en torno a un 1,4% anual en noviembre y diciembre del año pasado, en vez de subir 1,7%. Habría subido un 0,2% en enero, en vez de un 2,5%; y, un 2,3% en febrero en vez de un 3,7%. Se ve claramente un incremento en los costos laborales unitarios, pero aún en rangos moderados.

Hace presente el señor Vicepresidente, que este ejercicio sólo intenta mostrar que si bien los costos laborales crecen, es probable que no tanto como lo que indicarían nuestros indicadores regulares. Si bien esto no cambia la visión central respecto de las presiones de costo, además que en el pasado ya hubo problemas con la interpretación de los datos, cuando se usa el empleo total, no se puede descartar fácilmente que ellas sean, aunque igualmente crecientes, algo menores. Si a esto se agrega el efecto de la evolución del tipo de cambio, es de esperar que en algo se estén reduciendo las presiones inflacionarias respecto a nuestro escenario central.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 91
Política Monetaria
13.04.2006 18.-

En consecuencia, señala que no le parece que estemos ante una decisión simple, como tal vez pensábamos un mes atrás. La evidencia más reciente del tipo de cambio y actividad así como la incertidumbre respecto a la velocidad de aumento de los costos laborales unitarios, no son suficientes para pensar que hay un cambio de tendencia o que la estrategia de política monetaria debiera cambiar. Le parece que habría que estar particularmente vigilantes de las señales recientes, las que de persistir irán configurando un escenario de mayores pausas en el ritmo de normalización de la política monetaria. Con todo, y con una cuota mayor de dudas que otras veces, señala el señor Vicepresidente que se inclina por un alza de 25 puntos base en la tasa de política monetaria y, en tal virtud, vota en ese sentido.

El Presidente señor Vittorio Corbo, agradece el trabajo del staff y señala que el entorno externo relevante de la economía chilena sigue siendo muy favorable, con una economía mundial que continúa mostrando un gran dinamismo –el que ahora es más balanceado entre los principales países industriales- y condiciones financieras que se mantienen auspiciosas. Esto ha llevado a un aumento de los riesgos de un repunte en la inflación y un alza más pronunciada de las tasas de interés de los países industriales. Agrega, que la evolución de la economía mundial ha sido especialmente dinámica en los países que son los principales consumidores de cobre (Estados Unidos de América, China y la India), lo que ha redundado en precios del cobre muy por encima de los proyectados. En paralelo, el precio del petróleo ha alcanzado niveles por encima de los ya altos precios proyectados. El efecto neto de estos aumentos de precios son mejores términos de intercambio de lo que se proyectaban hace algunos meses, los que ahora se proyectan también serían más duraderos. En el frente interno, la demanda modera su crecimiento y ahora crece de acuerdo a lo proyectado con apoyo sólido del buen entorno externo, el dinámico mercado laboral y condiciones financieras expansivas. En contraste, la actividad crece algo por debajo de lo proyectado, debido especialmente a problemas puntuales en algunos sectores específicos que debieran revertirse.

Indica el señor Presidente, que en el frente inflacionario, hasta ahora los aumentos en los precios del petróleo y de otros productos primarios han repercutido principalmente en la inflación total sin tener efectos claros en las distintas medidas de tendencia inflacionaria, a pesar de las reducidas holguras de capacidad. Hace presente el señor Presidente, que de hecho, nuestras proyecciones de inflación IPCX1 han estado en línea con las proyecciones del último IPOM, las cuales consideran también que a medida que se sigan copando las brechas de capacidad será necesario continuar con el proceso de normalización de la política monetaria, para mantener la tendencia inflacionaria en torno al centro del rango meta. Además, dadas las reducidas brechas de capacidad, se incrementa el riesgo de *shocks* adicionales en los precios del petróleo que pueden terminar afectando la tendencia inflacionaria.

Por lo anterior, estima que lo apropiado es continuar con el proceso de normalización pausada de la política monetaria que se presentó en el último IPOM. Basado en ello, su voto es también por otro aumento de 25 puntos base en la tasa de política monetaria.

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

91-01-060413 – Tasa de Política Monetaria.

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% anual.

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 91
Política Monetaria
13.04.2006 19.-

Comunicado

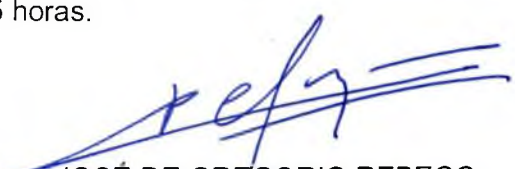
“ En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base hasta 5% anual.

El entorno externo relevante para la economía chilena sigue siendo muy favorable, con un precio del cobre considerablemente mayor a lo proyectado. En el primer trimestre de este año la demanda interna habría moderado su elevada tasa de crecimiento, en línea con el escenario de proyecciones del último *Informe de Política Monetaria*. En igual período, la actividad habría crecido algo menos de lo esperado, influida por el bajo desempeño circunstancial de algunos sectores. La creación de empleo ha vuelto a incrementar su ritmo de expansión anual y, en particular, la ocupación asalariada continúa creciendo con fuerza. A su vez, las condiciones financieras internas siguen siendo expansivas.

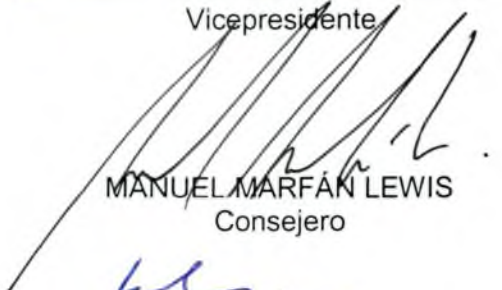
La inflación ha continuado con una trayectoria similar a la esperada en el último *Informe de Política Monetaria*. Las medidas de inflación anual IPC e IPCX (que excluye combustibles y perecibles) se ubican transitoriamente en la parte alta del rango meta. Por su parte, tanto la inflación subyacente IPCX1 (que además excluye algunos servicios regulados), como otros indicadores de la tendencia inflacionaria, y las distintas medidas de expectativas de inflación, continúan bien ancladas en torno al centro del rango meta.

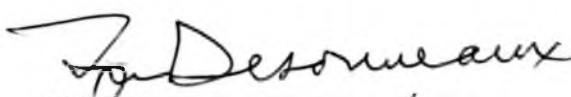
El Consejo estima que, en el escenario más probable, ajustes pausados de la tasa de interés siguen siendo necesarios para mantener la inflación proyectada en torno a 3% anual en el horizonte habitual de política. La oportunidad de estos ajustes dependerá de las implicancias de las noticias de actividad, tipo de cambio y precios, sobre la trayectoria esperada de la inflación.”

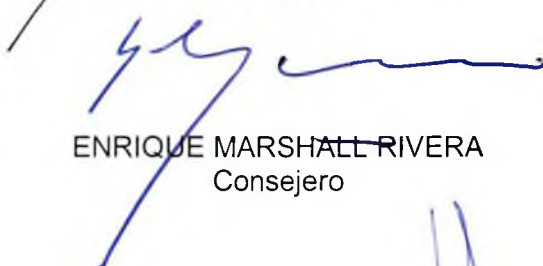
El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17:35 horas.


JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Vicepresidente


VITTORIO CORBO LIOI
Presidente


MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero


JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Consejero


ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero


ANDRÉS VELASCO BRAÑES
Ministro de Hacienda


JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR
Ministro de Fe (S)



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 92 celebrada el 11 de mayo de 2006

En Santiago de Chile, a 11 de mayo 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 Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldívar;
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 Klauss 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 Asuntos Institucionales, doña Claudia Varela Lértora;
Jefe Departamento Análisis de Coyuntura, don Enrique Orellana Cifuentes;
Asesor del Ministro de Hacienda, don Luis Felipe Céspedes Cifuentes;
Economista Senior Gerencia de Investigación Económica,
don Claudio Soto Gamboa; y
Secretario General, don Jorge Court Larenas.

A continuación el señor Presidente fija la fecha de la Sesión de Política Monetaria del mes de noviembre de 2006, para el día 16 de ese mes.

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

Señala el señor Lehmann, que respecto al escenario internacional, cabe indicar que éste se mantiene muy positivo para la economía chilena. Destaca especialmente en el último mes, el inusitado aumento en el precio del cobre, lo que lleva a un incremento de las proyecciones para 2006-2007, sin dejar de considerar la cifra que se conoció hoy, en donde el precio estuvo algo por encima de 3,90 dólares. Indica, que en relación al precio del petróleo, el escenario geopolítico más complejo domina su evolución y, por lo tanto, también sus proyecciones se han revisado al alza. Las tasas de interés en las economías desarrolladas muestran aumentos, lo que incluye tanto tasas largas como tasas más cortas, por lo que las expectativas de incremento de tasa de política son algo más aceleradas, especialmente en el caso de Europa. En Estados Unidos de América, por su parte, más bien se han afirmado las expectativas de cerrar el año en 5,25% o más bien en el mes de agosto. Adicionalmente, destaca que el Dólar ha tenido una tendencia hacia la depreciación, tanto respecto al Euro como multilateralmente. Indica que la depreciación respecto al Euro, durante el último mes es de 6%. Finalmente, las condiciones financieras externas se mantienen favorables, no obstante el aumento de las tasas largas. De hecho, los spreads soberanos han tenido una caída marginal, lo cual redundo también en que las condiciones financieras son positivas. Respecto a indicadores de actividad, la ISM, en el caso de Estados Unidos de América ha mostrado una tendencia positiva y eso se ha mantenido durante el último mes. Por otra parte, señala el señor Lehmann, que los datos de empleo, si bien el último del mes pasado fue algo decepcionante en términos de la creación de empleo, de todas maneras se observa una trayectoria que ha sido positiva y más bien indicativa de que se están cerrando las brechas de manera más rápida de lo que se había previsto. Menciona, que las solicitudes de desempleo de hecho se han mantenido bajas, lo cual también muestra que por este lado las condiciones se ven en términos de capacidad relativamente estrechas. Hace presente que en lo que se refiere a ventas de viviendas en Estados Unidos de América, el último dato muestra un salto en el rubro de viviendas nuevas, lo que no era esperado por el mercado. En términos de trayectoria, sin embargo, esto debería desacelerarse conforme a las expectativas de la Asociación de Constructores, en línea con lo expresado por la Reserva Federal en su último comunicado. Señala el señor Lehmann que, por otra parte, en la zona euro también se han observado cifras positivas, con una producción industrial que ha mantenido una trayectoria de crecimiento, 2,4% trimestre a trimestre anualizado, lo que ha tenido una repercusión positiva en el mercado financiero. En el caso de Japón, en tanto, también se aprecian indicadores que son positivos, si bien muestran una caída marginal en doce meses. En el caso de las exportaciones y producción industrial, la trayectoria es ciertamente positiva, lo cual revela que las expectativas en el caso de Japón, se han ido afirmando. En la situación de China, los datos más recientes muestran que la producción industrial se ha acelerado, lo mismo que la inversión en activos fijos y eso ha llevado a las autoridades a manifestar su intención de tomar medidas que vayan de alguna manera frenando ese crecimiento. Agrega, que el crecimiento de China, el primer trimestre de este año, fue sobre 10%, lo cual generó algún tipo de preocupación en las autoridades y, por lo tanto, las medidas que se adopten reducirán algo esa expansión.

Respecto al crecimiento mundial, la situación de China, que ha mostrado una dinámica mayor a la que se anticipaba, ha llevado a revisar el crecimiento mundial, en una décima y, eso tanto para el año 2006 como para el año 2007.

Hace presente el señor Lehmann, que respecto al precio del cobre, los datos más recientes han llevado a revisar su trayectoria. Sin embargo, se espera una caída en el precio de ese metal. Agrega, que aquéllos que no están involucrados directamente en el uso del cobre o en su producción, han reducido sus posiciones y, por lo tanto, los elementos que puedan sustentar un precio de 3,90 dólares no resultan sólidos y ello podría explicar una reversión relativamente importante en el precio durante los próximos meses. Por su parte, las proyecciones, dados los datos más recientes, sugieren revisar al alza y eso lleva a una proyección promedio para el año 2006, de 2,30 dólares versus 2,60 dólares, que se tenía un mes atrás y, para el año 2007, de 2,25 dólares. Indica, que el promedio a esta fecha es de 2,62 dólares. En cuanto a los futuros, señala el señor Lehmann, que aún cuando están más altos para el 2006 y 2007, éstos no son buenas proyecciones, en particular para plazos



BANCO CENTRAL DE CHILE

medianos, pensando tal vez en el año 2007. En cuanto al precio del petróleo, señala que existe un esquema parecido al que se observa en el caso del cobre. Se observa nuevamente una trayectoria que sería más bien hacia la baja. Indica que el precio hoy día está algo más alto de lo que muestran las últimas cifras y esto, por un recrudecimiento del riesgo geopolítico. Asimismo, señala que los inventarios del petróleo han ido creciendo, por lo tanto, existen elementos de riesgo los que explican las alzas más recientes. Señala el señor Lehmann, que en términos de proyecciones, según cifras del mercado más reciente, llevan a sugerir un aumento. De esta manera, se está proyectando para el año 2006 un precio de 67 dólares el barril y para el año 2007 un precio de 62 dólares el barril. Lo anterior, en línea con lo que están observando el resto de los bancos de inversión y el Departamento de Energía de Estados Unidos de América. Indica que el promedio efectivo a la fecha, es de 66 dólares el barril.

Por otra parte, hace presente el señor Lehmann, que respecto al mercado de la gasolina, lo más relevante es que el margen de refinación se ha ido normalizando gradualmente, lo que explica una caída en su precio, que ha sido ciertamente más importante en relación a la evolución que ha tenido el precio del petróleo durante el último mes.

Respecto a la inflación, el señor Gerente de Análisis Internacional señala, que los indicadores CORE han estado acotados en torno al 2%, en el caso de Estados Unidos de América. En cuanto a la zona euro, señala que tampoco se presentan sorpresas inflacionarias, salvo cambios marginales. En Japón, destaca el hecho que durante los últimos cuatro meses, aproximadamente, las cifras de inflación resultan positivas. En términos de tasas, en el caso de Estados Unidos de América, estas evoluciones han llevado a afirmar la perspectiva de que en agosto, la tasa sería 5,25%. En el caso de la zona euro, sin embargo, ha habido un aumento más significativo. Eso se ha reafirmado con el dato de crecimiento del primer trimestre y de hecho se está pensando en que a fines de este año, la tasa de política en Europa sería 3,5%. En el caso de Japón, las indicaciones de inflación positiva manifestada en los últimos meses más las señales del Banco de Japón, en términos de dar fin a su política de tasa monetaria cero, han llevado a los mercados a prever un aumento que se refleja en los futuros.

En términos de la evolución que han tenido las tasas de largo plazo a 10 años, en Estados Unidos de América, en la zona Euro y en Japón, se han desplazado hacia el alza, en el caso de Estados Unidos de América el alza del último mes ha sido aproximadamente de 20 puntos base la tasa nominal. La tasa real ha subido menos que eso, unos 5 puntos base, lo cual revela primero que la compensación inflacionaria en Estados Unidos de América ha aumentado y podría estar asociada con mayores preocupaciones inflacionarias que explicarían la perspectiva que se ha reafirmado de tasa de política en Estados Unidos de América en 5,25%.

Comenta el Gerente, señor Lehmann, que respecto a paridades, el dólar ha tendido a depreciarse, también, particularmente en el caso del Yen, donde se aprecia una caída importante. Finalmente, hace presente que es destacable señalar, que no obstante el aumento de las tasas largas, que se pudiesen asociar con las decisiones por parte de los inversionistas de tomar posiciones en bonos americanos y menores posiciones en emergentes, se aprecia que los spreads han tendido a caer durante el último mes. En el caso del bono chileno, ha estado estable, pero marginalmente a la baja, lo cual explicaría que lo que está detrás del movimiento de spreads son expectativas de actividad.

El señor Presidente ofrece la palabra para comentarios respecto a la exposición de la parte internacional.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 92
Política Monetaria
11.05.2006 4.-

El Consejero señor Marshall, consulta cuál es la evaluación de la trayectoria del spread de Chile, que aparece subiendo algo y distanciándose de otros puntos de referencia, como son China, Hungría, Polonia, y otros.

El Gerente, señor Lehmann, responde que no se tiene un diagnóstico preciso al respecto. Señala que lo que sí resulta claro, es que aquellos spreads que han tenido mayores caídas o una trayectoria hacia la baja, son de economías con bajo grado de inversión. Es decir, buscando retornos un poco más altos, los inversionistas han tendido a invertir sus recursos en bonos con menos clasificación de riesgo. Agrega, que de todas maneras, en el caso de países de gran inversión, podría existir un tema de liquidez.

El Presidente señor Corbo, señala que el bono chileno es menos líquido.

El Consejero, señor Marshall menciona también que puede haber un riesgo de prepago.

En otra materia, el Consejero señor Marfán, señala que desea destacar las proyecciones del precio del cobre que se publicaron ayer en la prensa, efectuadas por el señor Joaquín Vial. Señala el señor Marfán, que en general el señor Vial es bien escéptico de las proyecciones que se hacen para el precio del cobre. Indica el señor Consejero, que el señor Vial dijo que después de haber hecho su tesis en el tema y de haber trabajado muchos años en el proyecto Link, en ese tema en particular, lo que más solía escuchar era que lo que más se sabe sobre el futuro del precio del cobre es que no sabemos nada. En consecuencia, le parece al señor Consejero, que la proyección que está implícita tiene un intervalo de confianza o un rango que es sumamente ancho. Agrega el señor Marfán, que este analista está proyectando un precio para el cobre de dos dólares la libra, para fines de este año, ya que el precio actual carece de fundamento de mediano y largo plazo, y la situación particular de los inventarios no debiera perdurar en el tiempo.

El Presidente, señor Corbo, señala también, en la misma dirección, que existen rumores en el mercado que, en los últimos días, los chinos, especialmente, y otros traders, han estado cubriendo posiciones cortas porque se han dado cuenta que no podían seguir acarreando pérdidas.

El señor Presidente agrega, que el Banco Central seguirá observando estos movimientos y que existe conciencia en que hay una gran incertidumbre y que se trata de una estimación puntual, con un gran intervalo alrededor.

El Gerente de Operaciones Financieras, señor Esteban Jadresic señala que sobre el tema de los spreads, le parece que la situación de Chile no es muy distinta a la de otros países con un rating similar. Agrega, que el caso de China, desde enero a la fecha, ha caído 5 puntos base; en el caso de Chile 5 puntos base; Malasia estable, y que incluso México cayó 10 puntos base en ese período.

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.

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

El señor Magendzo, señala que la economía chilena continúa en un ciclo expansivo y relativamente ordenado, con condiciones externas especialmente favorables, en particular con términos de intercambio muy elevados por precios récord del cobre. El crecimiento de la actividad y de la demanda interna transita gradualmente hacia valores de tendencia, mientras las holguras de capacidad se copan progresivamente. Agrega, que pese al fuerte aumento en el precio internacional del petróleo, el actual ciclo expansivo no ha comprometido la estabilidad de precios, aunque sí involucra una inflación del IPC transitoriamente algo mayor. En los últimos meses, la inflación anual del IPC fluctuó en torno a 4% y la inflación subyacente IPCX1 se aproximó a 3%, ambas en línea con las proyecciones previas. Las expectativas de inflación se mantienen bien ancladas en 3%. Este escenario ha permitido que la normalización de la política monetaria continúe a un ritmo pausado, manteniéndose en la actualidad un sesgo expansivo que, en el escenario más probable, se espera seguir reduciendo, para asegurar la convergencia de la inflación a 3% dentro del horizonte habitual de proyección. Indica, que la oportunidad de estos ajustes dependerá de las implicancias de las noticias de actividad, tipo de cambio, salarios y precios, sobre la trayectoria proyectada de la inflación.

Hace presente, que el panorama externo es excepcionalmente favorable para la economía chilena. El crecimiento mundial sigue dinámico, con un mayor equilibrio entre las distintas zonas económicas. Los términos de intercambio de Chile mejoran de la mano de los precios de productos básicos que, a diferencia de lo esperado, han seguido aumentando. El precio del cobre, por su parte, está en torno a US\$ 3,5 la libra, tras alzas sustanciales en las últimas semanas, cuya magnitud y velocidad no son fáciles de conciliar con cambios recientes y esperados en los fundamentos de demanda y oferta. El precio del petróleo, también siguió aumentando, tanto por la fortaleza de la demanda mundial como por la mayor prima por riesgo frente a eventuales problemas geopolíticos. Las condiciones financieras para las economías emergentes se mantienen favorables, pese a las alzas significativas de las tasas de interés de largo plazo en las economías desarrolladas. A la vez, mientras Estados Unidos de América parece estar cerca de completar su ciclo de normalización de la política monetaria, aumentan las expectativas de mercado respecto de alzas en las tasas de interés de corto plazo en la Zona Euro y Japón, reflejo del mayor crecimiento en estas regiones y su eventual impacto en la inflación.

Internamente, el Consejo del Banco Central ha continuado con el proceso de reducción gradual del estímulo monetario iniciado en la segunda parte del 2004, aumentando la Tasa de Política Monetaria (TPM), desde el último IPoM, en dos ocasiones, con lo que se ubica en 5%. En todo caso, se estima que la TPM aún se encuentra por debajo de niveles neutrales. El costo del financiamiento a hogares y empresas refleja paulatinamente el ajuste de la TPM, con tasas de interés de mercado del orden de 50 a 100 puntos base por sobre el promedio del año anterior. Asimismo, el crecimiento de los volúmenes de crédito sigue a tasas elevadas, aunque ya no se aprecia una aceleración. Los agregados monetarios estabilizan su tasa de incremento anual en niveles relativamente altos, luego del aumento de fines del 2005.

Indica el señor Magendzo, que el peso ha fluctuado en los últimos meses, aunque comparado con el valor nominal vigente al cierre del IPoM de enero, no muestra una variación importante. Agrega, que tomando como referencia el promedio de las últimas dos semanas previas al cierre estadístico del Informe de Política Monetaria, se estima que el peso se ubicaría, actualmente, en niveles marginalmente por debajo de varias estimaciones para el tipo de cambio real coherentes con sus determinantes fundamentales de largo plazo, en particular los términos de intercambio. Como supuesto metodológico para las proyecciones del Informe de Política Monetaria, se considera una depreciación moderada del peso en términos reales en el horizonte de proyección, en línea con el escenario base de normalización gradual de las condiciones externas.

Menciona el señor Gerente, que en el primer trimestre del año la demanda interna se enmarcó en un escenario de desaceleración, coherente con lo previsto en enero.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Por el lado del consumo, el componente durable se mantiene creciendo a tasas elevadas y sigue siendo favorecido por las buenas condiciones de financiamiento de los hogares y el dinamismo del empleo, pese al encarecimiento de los combustibles. El consumo habitual, por su parte, mantiene un crecimiento moderado. El crecimiento anual de la formación bruta de capital fijo, se desaceleró en el primer trimestre, en línea con lo proyectado, y de acuerdo con la evolución del ciclo.

Las proyecciones del Informe de Política Monetaria suponen que la política fiscal sigue enmarcada en la regla de superávit estructural, con un aumento en los valores de referencia del precio del cobre para el 2007, en línea con la evaluación que los elevados precios actuales no serían duraderos. La expansividad de la política fiscal dependerá, entre otros factores, del precio de referencia que finalmente se determine. Los escenarios para la inflación que se entregan a través de los gráficos de abanico, contemplan varias opciones para este precio de referencia, que resulta clave para proyectar las distintas variables macroeconómicas. Indica, que también surge como relevante, dados los montos involucrados, el efecto que los mayores ingresos provenientes de las ventas de cobre puedan tener en la valoración del peso en el corto plazo. La forma en que sean manejados, tanto respecto de su destino como su denominación, puede tener efectos sobre la economía local. La política anunciada por la autoridad fiscal, referida al manejo de estos excedentes ayuda a disminuir estos efectos. En todo caso, cabe señalar que, con una política fiscal menos austera, la apreciación del peso sería aún mayor.

Señala el señor Magendzo, que el valor de las exportaciones alcanzó niveles récord en el primer trimestre del 2006, principalmente, por el alto precio del cobre. A ello se sumó que el volumen de envíos mineros revirtió las caídas anuales de gran parte del 2005. Agrega, que en cuanto a los envíos industriales, su volumen siguió dinámico, mientras el de los envíos agrícolas reflejó el impacto negativo de fenómenos climáticos del 2005 en la producción frutícola. Las importaciones están en niveles similares a los de fines del año pasado. La cuenta corriente cerró el 2005 con un superávit en torno a medio punto porcentual del PIB. Para el año 2006, se proyecta la existencia de un superávit mayor al del 2005.

El PIB creció 6,3% en el 2005, similar a lo estimado en enero. En el primer trimestre del 2006 aumentó a una tasa menor, en torno a 5%, afectado por eventos puntuales en sectores específicos. La actividad agrícola cayó en términos anuales tanto por factores de tipo climático, como por elementos vinculados a la transición que parece estar ocurriendo en ciertos cultivos tradicionales. Así, medida por su velocidad de expansión instantánea, la actividad sufrió una desaceleración en el primer trimestre, que sería revertida en el cuarto en curso. Para el año 2006 en su conjunto se sigue esperando una expansión algo mayor a la tendencia. Esto supone que el crecimiento del segundo semestre sea considerablemente mayor al del primero, y que la desaceleración del primer trimestre fue puntual. Para el año 2007, se estima que el PIB crecería temporalmente por sobre su tendencia. Las escasas holguras de capacidad que se estima aún persisten terminarían de cerrarse en el 2006, con brechas levemente positivas en el resto del horizonte de proyección.

Hace presente el señor Gerente de Análisis Macroeconómico, que el panorama global del mercado laboral muestra algunos cambios respecto de comienzos de año, destacando el sostenido incremento de la ocupación asalariada y el repunte de la participación laboral. En este contexto, la medida disponible de productividad del trabajo se desaceleró significativamente en los primeros meses del año, aunque no es evidente que sea un fenómeno de tendencia. Las remuneraciones nominales por hora han disminuido su tasa de crecimiento anual, tal como era de esperar una vez que saliera de la base de comparación el impacto de la reducción de la jornada laboral de comienzos del año 2005.

Los costos laborales unitarios crecen a tasas anuales superiores a la de fines del 2005, aunque con velocidades de expansión que, de acuerdo con lo esperado, disminuyen. Cuánto de la mayor variación anual de los costos laborales responde a presiones genuinas de



BANCO CENTRAL DE CHILE

costos no es fácil de determinar, por una serie de factores difíciles de aislar. Entre ellos la volatilidad propia de las medidas de productividad y los cambios en la medición de las encuestas de salarios y empleo. En todo caso, con un mercado laboral cada vez más estrecho es especialmente importante seguir de cerca la evolución de las presiones salariales que puedan amenazar la evolución futura de la inflación.

Las distintas medidas de expectativas de inflación se mantienen bien ancladas en torno a 3%. La compensación inflacionaria a dos, cinco y diez años se ubican en promedio en torno a 3,0%, lo mismo que las expectativas de inflación informadas en la encuesta de expectativas económicas a 12 y 24 meses. Esto difiere de episodios previos de aumento del precio del petróleo en pesos, en que las expectativas de inflación tendían a incrementarse, al menos temporalmente.

Durante el primer cuatrimestre, la inflación subyacente IPCX1 fue similar a la considerada en enero. La inflación mensual de IPC estuvo en gran parte determinada por los cambios en el precio de los combustibles. Así, la inflación anual del IPC, más allá de los vaivenes mes a mes, osciló en torno a 4%, en el primer cuatrimestre del año 2006.

En el corto plazo, la inflación subyacente IPCX1, aunque con vaivenes, se mantendrá en niveles similares a los actuales. Durante el año 2007 y comienzos del año 2008, estará marginalmente por sobre 3%, dado un crecimiento transitoriamente superior al de tendencia en el año 2007 y, por el efecto del leve aumento del tipo de cambio real que supone el escenario base. La inflación IPC, en tanto, se estima se reducirá paulatinamente hacia valores incluso por debajo de 3% a fines del tercer y comienzos del cuarto trimestre del 2006, en parte importante por la alta base de comparación de igual período del 2005. En los últimos meses del año volvería a aumentar transitoriamente a cifras por encima de 3% anual, para luego mantenerse en torno al centro del rango meta hasta fines del horizonte de proyección. El mayor precio esperado para el petróleo en el escenario base, tiene su principal impacto sobre la inflación en el año 2006. Aunque más lentamente que en Informes de Política Monetaria anteriores, se espera una convergencia de este precio a niveles considerados de largo plazo, lo que lleva a una inflación del IPC menor que la del IPCX e IPCX1 el año 2007 y principios del año 2008. Este escenario es congruente con el supuesto metodológico que el impulso monetario declina gradualmente en los próximos trimestres, con una trayectoria comparable a la implícita en la estructura de tasas de interés de las últimas dos semanas.

El señor Ministro de Hacienda, consulta sobre los factores especiales o transitorios que explican la caída en agricultura y minería.

El Gerente señor Igal Magendzo, indica que en agricultura se presentaron problemas de orden climáticos hacia finales del año pasado, lo que se refleja en una producción frutícola más baja, que también afecta en la parte industrial relacionada con ese rubro es las que están mostrando una fuerte caída. Además, destaca el sector del trigo, cuyas siembras cayeron fuertemente y, posiblemente, van a ser sustituidas por otras o por otra actividad, lo que en todo caso constituye una hipótesis.

El Vicepresidente señor de Gregorio, plantea que existe la discusión de si la apreciación del peso está afectando o no esta situación. Le parece, que tendría que afectar, ya que se trata de transables. Agrega también que es un fenómeno que no puede tratarse como un factor especial.

49



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Gerente de División Estudios, señor Rodrigo Valdés, expresa que este tema se aprecia claramente en la rentabilidad. Agrega, que estos datos se han estado analizando con mayor detención. Hace presente, respecto del trigo, que las decisiones de siembra se hicieron hace varios meses, con otro tipo de cambio y con otra perspectiva.

Señala también el señor Magendzo, que respecto de la caída de la minería, tampoco se cuenta con demasiados antecedentes. En todo caso, indica que existen problemas de ley y de tipo puntual en minas específicas, o sea, no es algo que se proyecta hacia delante en el mismo nivel bajo, sino que, por el contrario se aprecia una recuperación a futuro.

Por otra parte, el Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Igal Magendzo comenta, que los costos de la mano de obra muestran crecimientos bastantes moderados en los últimos datos con que se cuenta, lo que tiene que ver con las bases de comparación que van aumentando. Sin embargo, la velocidad de éstos también está convergiendo, rápidamente, hacia valores de 3% y 4%.

Con respecto a lo anterior, el Consejero señor Marfán, señala que si tenemos un problema con la encuesta de empleo, en donde se observa que está aumentando, por razones estadísticas sencillamente tendríamos una medición de productividad observada que es más baja y, por lo tanto, costos de la mano de obra más altos.

El Gerente señor Magendzo, señala sobre el particular, que los costos laborales tienen que ver con la base. Sin embargo, indica que también está influido, fuertemente, por una caída de la productividad que tiene que ver con el aumento del empleo, del cual obviamente se tienen ciertas dudas. Sin embargo, otras fuentes también muestran que el empleo está bastante robusto, no obstante la medida productiva es bastante volátil, mientras que las medidas de costo de mano de obra son mucho más suaves. Agrega, que la tendencia en general está dada más bien por los costos de la mano de obra que por productividad. En consecuencia se espera es que esto se revierta.

En relación al tipo de cambio, el Consejero señor Desormeaux señala que, el Banco tiene una variedad de modelos para el tipo de cambio real de equilibrio. Consulta si hay alguno de ellos que pueda acomodar la proyección que hizo un connotado economista o simplemente el precio de equilibrio de 620 – 640. El Gerente de División Estudios, señor Rodrigo Valdés indica que su impresión que no hay un modelo que pueda dar números como los señalados, a no ser que se hiciera un supuesto muy extremo, respecto de precios de largo plazo de las materias primas o se suponga que Chile tiene tal deuda externa neta que requiera un superávit comercial con un equilibrio muy fuerte. Señala que en la presentación que efectuó el economista señor Sebastián Edwards, para sostener un 50% del PIB de pasivos netos, se requiere este tipo de cambio. Sin embargo, Chile tiene pasivos netos bastante menores que eso. No obstante indica que en todo caso, es un tema que se va a revisar.

El Presidente señor Vittorio Corbo señala, sobre el mismo tema, que si se observa desde el año 1992 al 2002, nunca hubo un tipo de cambio de 620 – 640, con las paridades de hoy.

Finalmente, el señor Ministro de Hacienda, señor Andrés Velasco, en relación a lo informado por el señor Gerente de Análisis Macroeconómico en cuanto a la baja de trayectoria de crecimiento, contenido en el resumen del IPoM, le parece que no solamente la



BANCO CENTRAL DE CHILE

cifra sino que el fraseo que la acompaña en su explicación, es muy importante, considerando que la anomalía que se describe, que dura un trimestre, estaría ligada a factores fundamentalmente puntuales y exógenos.

El Presidente, señor Vittorio Corbo, suspende la Sesión a las 13:20 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° 92.

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:

1. En la reunión de política monetaria de abril, el Consejo decidió aumentar la tasa de interés de política monetaria hasta 5% anual, luego de haberla aumentado en febrero y mantenido en marzo. En la decisión se consideró que la inflación continuaba con una trayectoria similar a la esperada en el último *Informe de Política Monetaria*, el entorno externo relevante para la economía chilena era muy favorable, el empleo crecía a tasas elevadas y las condiciones financieras continuaban expansivas. Se consignó que la actividad habría crecido algo menos que lo esperado en el primer trimestre, influida por el bajo desempeño circunstancial de algunos sectores.
2. Con la excepción del sorprendente aumento del precio del cobre, el desempeño macroeconómico se mantiene en línea con lo analizado en la última reunión. Las novedades más importantes son las siguientes:
 - El precio del cobre ha seguido aumentando muy por encima de lo proyectado, ubicándose sobre US\$ 3,5 por libra en lo más reciente. Se prevé que los términos de intercambio, en vez de disminuir 4,4% durante este año (escenario IPoM anterior), aumentarán casi 13%. El panorama de crecimiento mundial se mantiene muy favorable.
 - En el país, la información disponible continúa validando que el crecimiento del PIB en 2006, será más débil que en trimestres anteriores, en torno a su tendencia y con una disminución de su velocidad de expansión. Se espera que esta desaceleración se revierta en 2006, aunque el crecimiento anual continuaría moderado durante este trimestre. Las últimas cifras muestran que la demanda interna continúa en un proceso de desaceleración, desde los elevados niveles alcanzados a fines del año pasado.
 - En el mercado laboral, ha seguido el dinamismo del empleo identificado en los últimos meses y que se corrobora en distintas fuentes. La mayor participación laboral, sin embargo, mantiene un leve aumento en el desempleo desestacionalizado, fenómeno que puede estar influido por el cambio de muestras de la encuesta de empleo.
 - La tasa de crecimiento anual de los costos laborales unitarios continúa incrementándose, pero con una velocidad decreciente y bastante volátil y salarios cuyo crecimiento anual sigue disminuyendo. En lo fundamental, son las caídas de las medidas de productividad las que explican el aumento de los CLU.

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 92
Política Monetaria
11.05.2006 10.-

- La expansividad de las condiciones financieras se ha atenuado en el margen por el aumento de las tasas de interés de mediano y largo plazo, que ha sido más marcado para los instrumentos reajustables. La tasa de crecimiento anual del crédito y de los agregados monetarios se mantiene elevada, la velocidad de expansión del dinero sigue baja y la del crédito no muestra una aceleración adicional.
 - La paridad peso/dólar está en niveles similares a los de la última reunión, pero en términos multilaterales el peso ha tenido una depreciación cercana a 2%. En términos reales se ubica levemente por debajo de las distintas estimaciones de TCR de largo plazo.
 - La inflación del IPC se ubicó en marzo algo por encima de lo esperado el mes anterior, fundamentalmente por la incidencia de ítems específicos como las contribuciones de bienes raíces. El IPCX1, en cambio, se ha mantenido en línea con las estimaciones.
3. Las proyecciones preparadas para el *Informe de Política Monetaria* de mayo consideran que, en el escenario más probable, la actividad crecerá este año y el próximo algo más que el PIB de tendencia. Las holguras de capacidad se coparían este año, mientras el próximo registraría una pequeña brecha positiva. A su vez, la inflación subyacente IPCX1 mostrará un leve aumento durante los próximos dos años, mientras la inflación del IPC disminuirá hacia el centro del rango meta, ayudada por la baja esperada del precio de los combustibles, con algunos vaivenes que reflejarían el efecto de bases de comparación. Todo esto ocurriría bajo el supuesto de normalización gradual de la política monetaria y de las condiciones externas, así como de una depreciación moderada del peso en términos reales. En concreto, se proyecta un crecimiento del PIB de 5,5% para el 2006 y de 6,2% el 2007, y una inflación promedio de 3,5% el 2006 y de 3,1% el 2007. A 12 y 24 meses la inflación se proyecta en 3%. Coherente con este escenario está el supuesto de que la tasa de interés de política monetaria aumentaría en los próximos trimestres a un ritmo similar al implícito durante las últimas dos semanas en los instrumentos financieros, eso es, en alrededor de 75 puntos base de aquí a fin de año.
4. Con los antecedentes disponibles, las opciones que parecen plausibles para esta reunión son mantener la TPM o aumentarla en 25 puntos base.
5. De acuerdo con el escenario central delineado, para mantener la inflación en torno a 3% es necesario continuar aumentando pausadamente la tasa de interés, y así reducir el sesgo expansivo que aún mantiene la política monetaria. Esto puede implementarse aumentando la TPM tanto en esta reunión como en las siguientes.
6. Se puede justificar la mantención en esta oportunidad considerando, primero, que el escenario central permite varias pausas durante este año, sin comprometer la alineación de la inflación proyectada con el centro del rango meta. Aunque, como se analiza luego, la evaluación de algunos riesgos podría respaldar la idea de adelantar ajustes, el escenario central no requiere de una gran velocidad de ajustes. Este escenario refleja que las alzas de la TPM de los últimos trimestres han atenuado la expansividad de la política monetaria, y que la demanda interna se está desacelerando de manera relativamente ordenada.
7. Existen otras razones para justificar la mantención de la TPM a partir de la información acumulada desde la última RPM. En efecto, se ha reafirmado el escenario de crecimiento moderado para la primera mitad de este año y la tendencia inflacionaria, medida por el IPCX1 y otros indicadores, así como por las expectativas de inflación, que se comportan de manera apropiada. Además, desde el punto de vista de los costos, la persistencia que
- 4



BANCO CENTRAL DE CHILE

ha mostrado el tipo de cambio en niveles más apreciados reduce las presiones de precios en el corto plazo. Por su parte, es probable que el aumento de los CLU sea transitorio — lo que se valida en las medidas de velocidad, que han disminuido—, y obedezca más bien a la volatilidad de la productividad medida. A esto se suma el aumento que han mostrado las tasas de interés de mediano largo plazo durante las últimas semanas, que atenúan en algo la expansividad de las condiciones financieras.

8. La opción de aumentar la TPM en esta oportunidad se podría justificar si se evalúa que la combinación de escenarios alternativos que se enfrentan, junto al sesgo expansivo que mantiene la política monetaria, implique que adelantar la decisión reduce los riesgos de tener que realizar ajustes abruptos a futuro, es decir, sea un seguro. Entre otros factores, apoyan esta evaluación los riesgos de que el mayor precio del cobre genere un crecimiento excesivo de la demanda interna (v.gr., a través de la política fiscal), de que las condiciones crediticias empujen el gasto más allá de lo contemplado en las proyecciones, y de que el mayor precio del petróleo, o las posibilidades de que no disminuya como se presupuesta, impulsen una mayor inflación o un comportamiento menos benigno de las expectativas. Sin embargo, también hay riesgos en el sentido contrario. Por ejemplo, una caída sustancial del precio del cobre luego de las alzas recientes, las que han ocurrido sin una contrapartida evidente en los fundamentos, o que la apreciación del peso sea más persistente que lo que supone el escenario base. Adicionalmente, se estima que ninguno de estos riesgos parece apremiante, en el sentido de que hay tiempo para verificar cómo se desenvuelven para evaluar acciones de política.
9. Finalmente, desde el punto de vista táctico, a favor de la opción de mantener está el hecho de que en la decisión de la reunión anterior se comunicó que se continuaba con una trayectoria de ajustes graduales de la TPM, en particular que ajustes pausados de la tasa de interés siguen siendo necesarios, pero su oportunidad dependerá de las implicancias de las noticias que ante un cuadro en que, aparte del precio del cobre, no hay grandes novedades, un alza podría dar cuenta de que el Consejo está cambiando su evaluación respecto de la marcha de la economía. Más aún, para los analistas y el mercado, una de las grandes novedades del mes fueron las cifras más reducidas del primer trimestre, que están recién procesando e internalizando y que, si algo, apuntarían hacia una trayectoria más pausada. De hecho, la expectativa mayoritaria para esta reunión es de mantención. Un alza, por lo tanto, sería una sorpresa difícil de explicar y cuyos efectos podrían ser significativos en los precios financieros.

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

El Gerente de Investigación Económica, señor Klaus Schmidt-Hebbel, señala que en lo cambiario coincide con el comentario efectuado en esta sesión por el Consejero señor Manuel Marfán, en el sentido que estamos enfrentando escenarios de una distribución sumamente plana respecto de riesgos del escenario base, es decir, que éste no se cumpla. Agrega, que existe la posibilidad de que vía gasto fiscal futuro se aprecie el tipo de cambio respecto de su trayectoria, y/o se produzca el escenario que proyecta Larraín Vial, de que lleguemos a US\$ 5 y ello tenga algún efecto, en el sentido de ser más persistente en la apreciación actual. Por otro lado, señala el señor Gerente, está el escenario de Martín Walter, de que por una masiva apreciación del dólar en los mercados internacionales genere presiones hacia la depreciación cuando este ocurra, que es el escenario catastrofista. Agrega, el señor Schmidt-Hebbel, que enfrentamos un escenario que le parece mucho más incierto respecto de esta actitud cambiaria en el mediano plazo, que lo que hemos enfrentado en el pasado, incluso en meses más recientes, implicancias para la decisión que cree que simplemente confirma el análisis y, especialmente considerando que hubo un alza de tasa en el pasado. Por tanto, su recomendación consiste en mantener la tasa en esta oportunidad.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 92
Política Monetaria
11.05.2006 12.-

El Gerente de División Operaciones Financieras, señor Esteban Jadresic, señala que básicamente concuerda con el análisis que presentó el Gerente de División Estudios, señor Rodrigo Valdés. Sin embargo, estima que las dos propuestas no son igualmente plausibles, en particular, la de mantener es más plausible que la alternativa de aumentar la tasa de política monetaria, ya que es coherente con la estrategia que se ha venido siguiendo y anunciando públicamente, como con los datos de actividad, de salario y condiciones financieras, que se han estado analizando y, que no alteran de modo relevante el escenario previsto. Agrega, que la única razón de peso que se podría argumentar para aumentar la tasa de interés, tendría que ver con el potencial efecto del aumento del precio del cobre y la demanda interna, tal como también fue mencionado. Sin embargo, indica, que le parece que sería algo prematuro actuar en estos momentos, dado que incluso en las proyecciones, se están incorporando ya efectos en ese sentido, pero moderados sobre las proyecciones que se están haciendo y, en el debate y también en particular en los mercados financieros no se aprecia que participantes o los mercados estén previendo efectos muy sustanciales en esa dirección, en particular si miramos tanto tasas de interés como tipos de cambio. En esas condiciones, le parece que si bien hay que reconocer que existe un riesgo por el lado del efecto del precio del cobre en la demanda interna, a estas alturas es prematuro, y es solamente un riesgo, y por lo tanto calificaría que la primera propuesta, es más plausible que la otra.

El Gerente de División Política Financiera, señor Luis Óscar Herrera, señala que coincide en lo que han planteado los que le han precedido, en términos que no se ha modificado el escenario que se tenía ni tampoco, por ende, la estrategia que se ha discutido en reuniones anteriores, caracterizada como una reducción gradual del impulso monetario. Agrega, que también coincide en que si bien hay un riesgo de eventual aceleración de la demanda y, por esa vía, de mayores presiones inflacionarias en el mediano plazo, cree que a estas alturas es sólo un riesgo, y que además, su materialización probablemente no se produciría en el corto plazo, sino que el mediano. Le parece, que en el más corto plazo, podría suceder, en la medida que se mantengan las condiciones actuales financieras, condiciones en el precio del cobre que son las que sustentan este escenario alternativo, que es probable que el tipo de cambio actúe como atenuador de cualquier presión de inflación a corto plazo, dando espacio y tiempo a la política monetaria para reaccionar. Por lo anterior, también concuerda con la recomendación de mantener la tasa de política monetaria en esta oportunidad.

El señor Ministro de Hacienda, señor Andrés Velasco, señala que antes de referirse a las recomendaciones expresadas por el Gerente de División Estudios, quiere dejar consignadas ciertas dudas respecto a lo que sabemos o no y, a lo que el análisis presentado esta mañana nos dice respecto a lo que está pasando con la actividad. Indica el señor Ministro, que le parece que esta mañana quedó claro que había un punto crucial que, consisten en que a su juicio, no se tienen todos los antecedentes y que no resulta posible tenerlos todos, pero estima que a lo menos le habría gustado tener algo de mayor claridad sobre cómo debemos leer esta baja en la actividad del primer trimestre y, cómo debemos interpretarla a la hora de hacer proyecciones para el año en su conjunto. En este aspecto, quiere manifestar tres dudas. La primera es que le produjo un poco de intranquilidad la afirmación que se hizo en la mañana, en cuanto a que la reducción en 25 puntos base cuesta explicar de dónde viene. En este sentido, cree que la responsabilidad del Banco Central de Chile es hacer proyecciones y explicar este cambio, puesto que 25 puntos base mueve un mercado y cambia expectativas y que crea ruido. Por lo tanto, quiere dejar consignado que esa afirmación no le pareció adecuada. En segundo término, se pregunta si esta baja en la actividad resulta permanente o transitoria. Si fuese transitoria y así pareciera sugerirse y, en estricto rigor, el nivel de actividad fuese el mismo en los tres trimestres restantes, entonces para explicar una baja de 25 puntos base en la tasa de crecimiento total, en el nivel de la tasa de crecimiento del primer trimestre debería haber bajado bastante y habría disminuido más de lo que se colige de la cifra



BANCO CENTRAL DE CHILE

presentada en esta reunión respecto al primer trimestre. En consecuencia, señala no estar seguro que la afirmación de que el cambio es enteramente transitorio, sea coherente con lo que se está diciendo respecto al año en su conjunto. Piensa que tal vez hay un factor adicional que no se está observando o que no se presentó, pero lo cierto es que existe algo que a lo menos no le queda claro. Agrega el señor Ministro, que el último punto que no le queda suficientemente claro en el análisis de la reunión de la mañana, es el comentario sobre las razones que estarían explicando la cifra importante que motiva al Banco Central a predecir una menor actividad este año, que es el cambio en las exportaciones y que ahí en ese punto, le habría gustado tener más evidencia, porque a su juicio la afirmación de que el mal tiempo tuvo un impacto en la fruta y que eso nos lleva a que la proyección para el año sea dos puntos porcentuales menores, le provoca dudas, porque la ponderación de las frutas en el total, sabemos que resulta relativamente pequeña. Por lo tanto, el cambio debiera ser muy grande para explicar esta situación en su totalidad.

Hace presente el señor Ministro, que en cuanto al asunto de las recomendaciones, resumiría lo que acaba de expresar de un modo quizá algo duro, pero sencillo. Le parece de gran incertidumbre lo que está ocurriendo con el curso de la demanda agregada, en especial, con las exportaciones y al mismo tiempo la gran incertidumbre respecto a los factores exógenos, que la curva respectiva parece extraordinariamente plana, con colas muy gordas y, por lo tanto, allí también se presenta una fuente de incertidumbre importante. Agrega, que sumadas estas dos fuentes de incertidumbre y además el criterio táctico que se plantea en el documento, en que se dice que en el comunicado anterior se señaló que el incremento sería pausado y que habría espacio para pausas, la suma de estos tres criterios le hace pensar que la opción de no hacer nada en este período es más fuerte.

El señor 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 que preparado y las presentaciones efectuadas para esta reunión.

Agrega el señor Consejero que los antecedentes que le parecen relevantes para adoptar una decisión en esta oportunidad, son los siguientes:

En general, el panorama económico que enfrenta nuestra economía sigue siendo muy favorable.

En el escenario externo, el crecimiento se reafirma y se torna más equilibrado entre regiones. Enseguida, las condiciones financieras se mantienen positivas, especialmente para las economías emergentes, no obstante el alza de las tasas largas. Señala el señor Consejero, que los precios de las materias primas y los metales, en particular, continúan en un ciclo alcista. El precio del cobre ha escalado hasta llegar a niveles no anticipados. Estos desarrollos no han tenido hasta ahora efectos significativos sobre la inflación. Sin embargo, las perspectivas de un persistente crecimiento, en un contexto de reducción de las holguras de capacidad, aumentan la probabilidad de una intensificación de las presiones inflaciones en los países industrializados y generan expectativas de nuevos ajustes en las tasas de interés.

El principal factor de riesgo, en el ámbito externo, es la evolución del precio del petróleo, que se podría mantener en un alto nivel, incluso superior al actual, por un tiempo más prolongado que el proyectado inicialmente y seguir exhibiendo una alta volatilidad. También aparecen como factores de riesgo importantes el deterioro en las condiciones financieras internacionales, y el descenso brusco en los precios de los activos inmobiliarios en algunas economías industrializadas.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En el ámbito interno, señala el Consejero señor Enrique Marshall, las condiciones financieras siguen siendo expansivas, sin cambios importantes respecto de los meses anteriores. Los agregados monetarios y crediticios mantienen tasas de crecimiento elevadas, sin bien éstas se han estabilizado.

Las tasas de interés cobradas a los clientes han incorporado en parte importante los ajustes en las tasas de política monetaria. Sin embargo, la expansión generalizada de los volúmenes de colocación en todos los segmentos, como así también el significativo incremento del número de operaciones y beneficiarios de crédito, indican que los términos y condiciones exigidos por los bancos a los clientes, incluidas primas por riesgo de crédito y otros elementos, no se han ajustado más allá de lo exigido por el aumento en los costos de fondos. Agrega, que esto se ve confirmado por los resultados de la última consulta sobre esta materia efectuada a los propios bancos.

La economía interna sigue el curso de un ciclo expansivo que se desarrolla con normalidad y dentro de lo previsible. La demanda interna se desacelera según lo anticipado. Ello comprende tanto al consumo como a la inversión. La actividad interna crece en forma moderada, mostrando tasas de variación que convergen gradualmente con las de tendencia. El crecimiento del primer trimestre estaría por debajo del proyectado a principios de año, en parte importante por factores puntuales y específicos. En todo caso, los cambios de velocidad en la evolución de la actividad deberán ser monitoreados con atención en el curso del año.

El mercado laboral continúa mostrando una positiva evolución. Se destaca, en especial, la vigorosa expansión del empleo asalariado.

En lo que se refiere a la inflación, la variación anual tanto del IPC como del IPCX se ubican transitoriamente en la parte alta del rango meta, en tanto la variación anual del IPCX1 se mantiene en la proximidad del centro de dicho rango. Con todo, las proyecciones de inflación para los próximos meses apuntan en general a los valores centrales del rango meta. Por otra parte, las expectativas de mercado coinciden con esas proyecciones y permanecen ancladas en torno al 3%.

Los costos laborales unitarios se expanden a tasas algo elevadas, superiores a las observadas en el pasado, lo que resulta consistente con la evolución del mercado laboral, y por tanto deben ser monitoreados. Especial atención se debe prestar a la evolución de la productividad y, en particular, a la confiabilidad de las mediciones.

Señala el señor Consejero, que en suma, el escenario económico no muestra cambios significativos respecto de lo anticipado y sigue siendo muy favorable. Sin embargo, se observan algunos desarrollos que deben ser seguidos con atención. Entre ellos se incluyen la escalada alcista del precio del cobre y su transmisión a la economía, la persistencia de condiciones financieras internas muy favorable, y el alza de los costos laborales unitarios. En este contexto, la estrategia de gradual normalización de la política monetaria se confirma como la más adecuada y por tanto corresponde proseguir con su implementación.

Hace presente, que considerando que la tasa se ajustó en la reunión de política monetaria del mes de abril pasado, la opción de no introducir un cambio en esta oportunidad parece, entonces, la más adecuada.

Indica, que por cierto, ésta debe entenderse como una pausa transitoria, porque la normalización de la política monetaria debe proseguir en los próximos meses. Esta decisión es la esperada mayoritariamente por el mercado para esta reunión. Le parece también, que es congruente con lo que éste espera en cuanto al nivel y velocidad del ajuste, durante el período que resta del presente año. Por lo demás, es una decisión que deja grados de libertad suficientemente amplios para proseguir con la política de ajustes en los próximos meses, e incluso para cambiar su velocidad de implementación si fuese necesario.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 92
Política Monetaria
11.05.2006 15.-

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

El Consejero señor Manuel Marfán, agradece el análisis del staff. Señala el señor Consejero, que en esta oportunidad le parece que la decisión de política a tomar es relativamente obvia con la notable excepción del mayor precio del cobre. Agrega, que la coyuntura en términos gruesos se enmarca dentro de lo esperado, especialmente ya superado el imprevisto soft path del primer trimestre. Indica que nuestro escenario central considera una normalización pausada de la política monetaria, y no hay razones para sorprender al mercado con dos aumentos seguidos de la TPM, y por esas razones vota por mantener la TPM en el 5% actual. No obstante, hace presente que desea consignar un par de reflexiones respecto de su voto.

En primer lugar, le parece que el actual precio del cobre no es sostenible en el largo plazo y nuestro instrumental de proyección tiene menos verosimilitud estadística que lo habitual, especialmente, para estimar la velocidad a la que se normalizará este precio hacia futuro. Señala, que los escenarios posibles se enmarcan en un rango significativamente más amplio que lo habitual, por lo que corresponde descontar más el escenario de mediano plazo y ponderar más el de corto plazo, ya que esto es particularmente válido para efectos del precio de referencia del cobre que se utilizará en la próxima Ley de Presupuestos, la que estará vigente de principio a fin durante el horizonte habitual de política.

La segunda reflexión, consiste en que cualquiera sea el escenario de los términos de intercambio en el mediano plazo en un horizonte más acotado, éstos serán significativamente mejores que los anticipados en el último IPOM. Agrega el señor Consejero, que a su juicio, esto implica holguras que permitirían un mayor desacoplamiento entre las tasas de interés internas y las internacionales.

El Consejero señor Jorge Desormeaux, agradece el valioso informe de la Gerencia de División de Estudios con el cual coincide.

Destaca el Consejero señor Desormeaux, como el principal desarrollo del panorama macroeconómico, el fortalecimiento en el margen que ha exhibido el entorno externo y el excepcional alza que ha experimentado el precio del cobre.

Señala, que en el plano interno, la mayoría de las variables evolucionan de acuerdo a lo que se había previsto, y el menor crecimiento del primer trimestre, pese a las observaciones del señor Ministro de Hacienda, asoma hasta ahora como un hecho puntual y transitorio.

Por otra parte, menciona que el gasto interno continúa mostrando una desaceleración en línea con lo previsto en los meses previos. La inflación medida a través del IPC muestra los efectos del alza en el precio del petróleo y de otros precios regulados y bordea el 4%. Sin embargo, estima que la tendencia inflacionaria y las expectativas de inflación permanecen ancladas en torno a la meta del 3% anual.

Agrega, que el escenario central de la Gerencia de División Estudios, proyecta que las holguras de capacidad se van a copar este año y, para el año 2007, se proyecta una brecha positiva, todo ello bajo el supuesto de que se mantiene la normalización gradual de la política monetaria. Indica, que el supuesto implícito en este escenario, es que la tasa de política monetaria aumente los próximos trimestres a un ritmo similar al que está implícito en la curva forward del mercado, esto es, alrededor de 75 puntos base adicionales en lo que resta de este

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

año. Señala el señor Consejero, que dado este ritmo implícito, parece natural que luego de un alza de la tasa de política monetaria como la que tuvo lugar en la reunión del mes de abril, ella sea seguida de una pausa.

Por otra parte, indica que el alza que han experimentado las tasas de mediano plazo, durante las últimas semanas, ha permitido reducir en alguna medida la expansividad de las condiciones financieras.

Por último, hace presente que están los argumentos tácticos que destaca la Gerencia de División Estudios. Dos alzas consecutivas de la tasa de política monetaria podrían dar cuenta de un cambio en la estrategia de normalización pausada de la política monetaria, lo cual, a su juicio, no se justifica en nuestro escenario central. Señala que existen, por cierto, escenarios alternativos que pudieran exigir una estrategia de normalización más agresiva de la política monetaria.

En particular, estima que existe la posibilidad de que las favorables condiciones externas y el elevado precio del cobre, impulsen la demanda interna por encima de lo previsto, pero como destaca la Gerencia de División Estudios, resulta prematuro hacer juicios acerca de este tipo de escenarios. Le parece, que el beneficio de esperar para disponer de mayor información acerca de estos escenarios alternativos, parece hoy día muy alto.

En consecuencia, señala que se suma a la votación de los Consejeros que lo han precedido y que vota, en consecuencia, por mantener la tasa de política monetaria en 5%.

El Vicepresidente señor José De Gregorio indica, que tal como ha sido ampliamente discutido en el contexto de la preparación de la política monetaria y los antecedentes revisados para esta reunión, no se presentan cambios importantes en el escenario macroeconómico. Por lo tanto, en su opinión, la estrategia de retiro pausado del estímulo monetario iniciada a fines del 2004, sigue siendo la mejor opción y hasta ahora se presenta como la más adecuada, tal como ha quedado demostrado en la evolución de la inflación.

Señala el señor Vicepresidente, que nuestra política ha permitido un cierre gradual de las holguras de capacidad, en un contexto donde la inflación se ha mantenido, con algunas excepciones puntuales, bien acotada en nuestro rango meta. Le parece, que la única novedad significativa ha sido el inusitado aumento del precio del cobre, lo que sin embargo, no debiera tener repercusión importante este año, pues no tiene impacto fiscal, de modo que no hay cambios en nuestro escenario para la evolución del gasto del producto de la inflación.

Agrega el Vicepresidente, señor De Gregorio, que existen incertidumbres que son persistentes impactos sobre el cuadro macroeconómico del próximo año, pero no se presenta ningún antecedente que indique que se producirían presiones inflacionarias adicionales, para las cuales sería necesario anticiparse con un ajuste de la política monetaria.

Agrega, el señor Vicepresidente, que en un escenario, donde lo previsible hoy día son dos o tres alzas en lo que queda del año y, después de haber subido la tasa en nuestra reunión pasada, le parece oportuno realizar una pausa. Luego con el tiempo se verá si resulta razonable para lo que resta del año, entrando el próximo, y si estas alzas serán cada dos o tres meses. Estima, que obviamente, es aún prematuro para asumir alguna de estas opciones. Además, le parece que nunca es descartable que debamos desviarnos de estos escenarios alternativos, para asegurarnos que en nuestro horizonte de política, las proyecciones de inflación sean coherentes con el centro del rango meta.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Indica el señor Vicepresidente, que por ello su voto es por mantener la tasa de política monetaria en 5%.

El Presidente señor Vittorio Corbo, señala que el entorno externo continúa muy favorable, con una economía mundial que sigue mostrando un gran dinamismo en forma cada vez más generalizada y condiciones financieras que se mantienen auspiciosas, a pesar del progreso en la normalización de la política monetaria en las principales economías industriales. Agrega, que los precios del cobre siguen marcando récord y los del petróleo se mantienen altos. En el frente interno, de acuerdo a lo esperado, la demanda modera su crecimiento a partir de los elevados valores alcanzados a fines del año pasado, especialmente, en lo que se refiere a la inversión, y el crecimiento de la actividad se aproxima hacia valores de tendencia. Sin embargo, en los meses recientes, la actividad crece algo por debajo de lo proyectado, debido especialmente a problemas puntuales de oferta en algunos sectores primarios. Señala el señor Presidente, que en contraste, el empleo sigue mostrando un importante dinamismo. Señala que aunque las condiciones financieras continúan siendo expansivas, su expansividad se ha atenuado en el margen, por el aumento en las tasas de interés de mediano y largo plazo, especialmente, para los instrumentos reajustables. Sin embargo, estima que la tasa de crecimiento del crédito sigue alta, aunque su velocidad se ha estabilizado.

En el frente inflacionario, la inflación anual del IPC sigue afectada por los altos precios de los combustibles, y últimamente por las contribuciones, mientras que la inflación del IPCX1 sigue en línea con las proyecciones previas. De otra parte, las distintas medidas de expectativas de inflación se mantienen ancladas en torno al 3% anual.

Hace presente, el señor Presidente, que con las proyecciones del IPOM de mayo, que este año y el próximo la actividad crecerá más que el PIB de tendencia, las holguras de capacidad se coparían este año mientras que el próximo habría una brecha positiva. En estas circunstancias, le parece que la política monetaria tiene que seguir su curso de normalización para que la inflación proyectada en un horizonte de 12 a 24 meses, converja al centro del rango meta. Del curso final que tome la inflación proyectada, la política monetaria dependerá de una serie de factores, los cuales se tienen que ir clarificando en los próximos meses. Entre estos factores, el señor Presidente destaca la evolución del precio del cobre, la tendencia de los costos laborales unitarios, precios de los combustibles, tipo de cambio y brechas de capacidad. Señala el señor Presidente, que como no hay noticias relevantes, excepto el abrupto aumento en el precio del cobre, en lo que se refiere a estas variables y dado el progreso ya observado en la reducción de la expansividad de la política monetaria hay espacio para hacer una pausa en el proceso de normalización, a la espera de nueva información. Además, estima que el mercado también espera una pausa. Por lo anterior, su voto es por mantener la tasa de política en 5.0%.

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

92-01-060511 – Tasa de Política Monetaria.

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

Comunicado

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

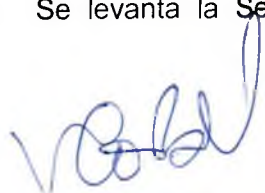
El entorno externo relevante para la economía chilena sigue siendo muy favorable, con un precio del cobre que ha aumentado bruscamente, alcanzando niveles muy superiores a proyecciones previas. La información disponible sigue indicando que la demanda interna está moderando su elevada tasa de crecimiento. Asimismo, esta confirma que la actividad del primer trimestre habría crecido menos que lo previsto, aunque por efectos puntuales en sectores específicos. El empleo continúa creciendo a tasas elevadas, especialmente el componente asalariado. Las condiciones financieras internas siguen siendo expansivas, aunque en lo más reciente aparecen más atenuadas.

La inflación ha continuado con una trayectoria dentro de lo previsto. Las medidas de inflación anual IPC e IPCX (que excluye combustibles y perecibles) se ubican transitoriamente en la parte alta del rango meta. Por su parte, la inflación subyacente IPCX1 (que además excluye algunos servicios regulados), otros indicadores de la tendencia inflacionaria, y las distintas medidas de expectativas de inflación, continúan bien ancladas en torno al centro del rango meta. Si bien los precios de los combustibles han aumentado, otras presiones de costos están bien contenidas.

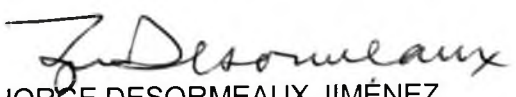
La decisión de hacer una pausa no modifica la evaluación del Consejo de que, en el escenario más probable, incrementos adicionales de la tasa de interés en meses venideros siguen siendo necesarios para alcanzar una inflación en torno a 3% anual en el horizonte habitual de política."

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17.00 horas.


JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Vicepresidente

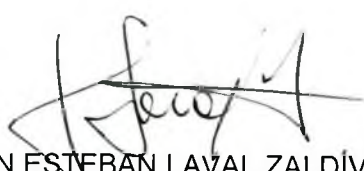

VITTORIO CORBO LIOI
Presidente


MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero


JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Consejero


ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero


ANDRÉS VELASCO BRAÑES
Ministro de Hacienda


JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR
Ministro de Fe (S)



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

Asisten también:

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

El Presidente señor Vittorio Corbo ofrece la palabra para comentarios.

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

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

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

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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

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

4



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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 94
Política Monetaria
15.06.2006 10.-

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

El señor Gerente de División mencionado informó lo siguiente:



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 94
Política Monetaria
15.06.2006 14.-

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

42



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 94
Política Monetaria
15.06.2006 19.-

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

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

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

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

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

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

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

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

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

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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

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

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

hp



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 94
Política Monetaria
15.06.2006 21.-

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

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

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

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

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

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

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

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

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

W



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

94-01-060615 – Tasa de Política Monetaria.

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

Comunicado

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

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

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

Esta decisión de mantener inalterada la TPM es coherente con la estrategia de normalización pausada de la política monetaria. Ella no modifica la evaluación del Consejo de que, en el escenario más probable, siguen siendo necesarios incrementos adicionales de la tasa de interés en meses venideros para alcanzar una inflación en torno a 3% anual en el horizonte habitual de política."

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17.50 horas.

JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Vicepresidente

VITTORIO CORBO LIOI
Presidente

MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Consejero

ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero

ANDRÉS VELASCO BRAÑES
Ministro de Hacienda

MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe



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 *cracks spread* 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 sobrereaccionado 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

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 prepago 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 prepago 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



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 96 celebrada el 10 de agosto de 2006

En Santiago de Chile, a 10 de agosto 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.

Asisten también:

Gerente General, don Alejandro Zurbuchen Silva;
Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldívar;
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;
Gerente de División Operaciones Financieras,
don Esteban Jadresic Marinovic;
Gerente de División Política Financiera, don Pablo García Silva;
Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Igal Magendzo Weinberger;
Gerente de Información e Investigación Estadística,
don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente de Mercados Financieros Nacionales,
don Beltrán De Ramón Acevedo;
Gerente Asesor de Comunicaciones, don Luis Alberto Álvarez Vallejos;
Jefe Departamento Análisis de Coyuntura, don Enrique Orellana Cifuentes;
Asesor del Ministro de Hacienda, don Luis Felipe Céspedes Cifuentes;
Secretaria Ejecutiva Gabinete de la Presidencia, doña Cecilia Feliú Carrizo;
Economista Senior, don Rodrigo Caputo Galarce; y
Secretario General, don Jorge Court Larenas.

El Presidente señor Vittorio Corbo, da cuenta al Consejo que el señor Ministro de Hacienda ha excusado su asistencia a esta Sesión, por encontrarse en una reunión con su Excelencia la Presidenta de la República.

A continuación el señor Presidente fija la fecha de la Sesión de Política Monetaria del mes de febrero de 2007, para el día 8 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.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann, manifiesta que respecto a puntos destacados, en relación al escenario internacional, se tiene en primer término que los indicadores de actividad en Estados Unidos de América durante este mes dan cuenta de un crecimiento que se ha desacelerado. Señala el señor Lehmann que este factor, junto con presiones inflacionarias que debieran tender a moderarse, han llevado a la Reserva Federal a mantener en su última reunión, la tasa de política monetaria. En segundo lugar, el crecimiento de otras regiones se muestra más dinámico, destacando especialmente la expansión de China. Hay algunas variaciones también en otras regiones, producto de datos más recientes. En tercer término, las condiciones financieras externas se mantienen ventajosas. Respecto a precios de commodities, el cobre y el petróleo se ubican en trayectorias por sobre lo anticipado. Indica el señor Gerente que en ambos casos, se han registrado problemas en producción que han elevado las primas por riesgo en el abastecimiento y en el caso del crudo, el premio por riesgo geopolítico se mantiene excepcionalmente alto. Hace presente también el señor Lehmann, que los indicadores financieros de las economías emergentes han mejorado durante las últimas semanas.

El señor Lehmann informa que respecto a Estados Unidos de América, el Índice de Gerentes de Compras, ISM, particularmente el referente al sector no manufacturero y servicios muestra una desaceleración importante y, en el caso del sector manufacturero, si bien se ha mantenido relativamente estable en el último mes, se muestra bajo el promedio exhibido en períodos de expansión. En cuanto a la producción industrial, si bien ha mostrado un crecimiento positivo, está por debajo de lo registrado en meses anteriores y la capacidad utilizada sigue aumentando.

Menciona el señor Gerente, que el empleo ha tendido a reducirse en términos de trayectoria y que el empleo total sin embargo, mantiene de todas maneras índices de crecimiento. Agrega que indicadores complementarios como las solicitudes de desempleo y seguro de desempleo, han tendido a aumentar, reflejo de un sector laboral que se muestra menos dinámico. Por otra parte, la confianza de los consumidores, se ha mantenido relativamente estable, lo que se refleja tanto en la visión respecto a la situación actual, que incluso marginalmente se desacelera, y también lo referido a expectativas.

El señor Gerente señala que en el rubro ventas de viviendas y expectativas respecto a ventas hacia futuro, éstas se han desacelerado en forma relativamente importante, y particularmente el componente expectativas muestra una caída significativa.

Indica el señor Lehmann que, respecto a balanza fiscal y cuenta corriente en general no se ven novedades muy significativas; y que la balanza fiscal se observa algo mejor de lo que se ha visto en meses anteriores, y en lo referente a cuenta corriente se presenta bastante estable. Asimismo, indica que en el balance de exportaciones menos importaciones se muestra también cierta estabilidad, creciendo algo más las primeras por sobre las segundas.

Señala el señor Gerente que, respecto a Europa, en términos del clima negocios, ha decrecido la percepción positiva lo que anticiparía un segundo semestre menos acelerado que el primero. Menciona que, respecto a encuestas de gerentes de compras, se aprecia que particularmente los servicios muestran una desaceleración en línea con lo que se observa en Estados Unidos de América y también en los futuros.

En lo que dice relación a producción industrial, señala el señor Lehmann, que este indicador se mantiene positivo con un crecimiento algo por sobre el 2%. En ventas al detalle se observan cifras positivas, particularmente en Francia y Alemania, lo cual revela que por el momento la demanda interna mantiene un cierto dinamismo con crecimientos que se van acercando al 2%. Respecto a mediciones de PIB, se ha mostrado una trayectoria positiva durante los últimos meses, pero el último mes, en particular, muestra cierta estabilidad también revelando que hacia el segundo semestre la dinámica va a ser menor a la observada en el primer semestre. Agrega que en Japón el consumo privado ha mantenido una trayectoria



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 96
Política Monetaria
10.08.2006 3.-

positiva; la actividad industrial también muestra una dinámica; la producción industrial con tendencia creciente; y las exportaciones mantienen expansiones significativas. En China el consumo se mantiene dinámico y llaman la atención los datos de crecimiento del segundo trimestre, donde la inversión en activo fijo ha seguido creciendo, según los últimos datos algo más dinámico que en meses anteriores, y la producción industrial también ha tenido una aceleración de los últimos meses. El Gerente de Análisis Internacional, señor Sergio Lehmann, señala que esto lleva a revisar el crecimiento para este año de 5,0% a 5,1%, que se asocia particularmente a un crecimiento de China más acelerado, tal como se observa de 9,7% a 10%, a propósito de las cifras efectivas que se han visto en el primer y segundo trimestre. Por otra parte, agrega el señor Gerente que con respecto a Estados Unidos de América, el crecimiento se observa estable pero que sin embargo, para el próximo año se prevé un crecimiento más bajo, a propósito de la desaceleración que está mostrando la economía. No obstante, el próximo año habría un crecimiento algo mayor de una décima, el que se explicaría por el crecimiento de China de 1% por sobre lo anticipado hace un mes atrás.

Señala el señor Lehmann, que con respecto al precio del cobre ha habido cierta volatilidad, primero con una caída y posteriormente una recuperación, asociada a la situación de Codelco, particularmente por una menor producción por el derrumbe que sufrió el yacimiento Codelco Norte y también, por la negociación laboral que se está llevando en Minera Escondida, que tiene paralizada una parte de su producción. Señala que con respecto a otros metales, se ha observado un comportamiento similar, tal vez no de la misma magnitud que en el caso del cobre, sí en el caso del zinc, pero no con el resto de los metales. Comenta el señor Lehmann, que la proyección para este año y el próximo, en el precio del cobre se ajusta al alza, esto es de 290 centavos de dólar la libra a 105 centavos de dólar la libra. Agrega también que la trayectoria del precio del cobre lleva correcciones para el año 2007.

Respecto al precio del petróleo, se ha mantenido estable en US\$ 75 el barril y se esperaba una trayectoria que presentara una reducción del precio, lo que no se ha dado, como consecuencia de premios por riesgo de abastecimiento. Indica que la trayectoria de los futuros está bastante plana en agosto, y los niveles que se observan hoy se encuentran en torno a US\$ 75 – US\$ 76.

Por otra parte, señala el señor Lehmann que los precios de la gasolina, han variado en línea con el comportamiento que ha tenido el precio del petróleo y se han mantenido en niveles bastante elevados, y ello fundamentalmente porque el margen de refinación se ha mantenido elevado.

En términos de inflación, señala el señor Gerente que no existen novedades importantes. La inflación se mantiene elevada, que incluye tanto las medidas *headline* como las medidas *coreline* en el caso de Estados Unidos. En el caso de la zona Euro, señala que los niveles de la inflación se han mantenido estables, pero a niveles no del todo deseables para las autoridades monetarias. En Japón se ha mantenido una trayectoria al alza. Lo anterior ha llevado primero, en el caso particular de Europa y Japón, a confirmar que no hay cambios significativos en términos de los futuros respecto a cómo se ve la tasa de política hacia delante y segundo, en el caso de Estados Unidos de América, sí vemos una corrección hacia la baja, y esto a propósito de las cifras fundamentalmente de actividad y de empleo.

En cuanto a la asignación de probabilidad que el mercado le otorga a un alza de la tasa de política monetaria de la Reserva Federal, en el mes de septiembre de 2006, es un alza a 5,5% o su mantención en 5,25%. La probabilidad que el mercado le asignaba ayer era de aproximadamente 30%; de un alza a 5,5% y el 70% aproximadamente que se mantuviera. Para el mes de diciembre la probabilidad de que llegue a 5,5% es de aproximadamente un 60% y de que se mantenga un 5,25% es de un 40%.

En la zona Euro, las probabilidades de alza de la política monetaria de 3,25% y de 3,5%, en las reuniones de octubre y diciembre, respectivamente, es de un 100%.



Respecto a las tasas de interés de largo plazo, la tasa en dólares y en euros, muestra una trayectoria hacia la baja y esto ha sido fundamentalmente por datos de actividad que han sido más débiles y por lo tanto también expectativas de que no haya aumentos adicionales eventualmente en la tasa de política, lo que se refleja en las tasas largas.

Señala el señor Lehmann que el *spread* de los bonos de Codelco ha aumentado más que el de otros bonos y esto podría asociarse al derrumbe de Codelco Norte así como también, a las expectativas respecto a las negociaciones que van a iniciar las distintas divisiones hacia fin de año.

El Gerente de Análisis Internacional, señala que el movimiento de los *spreads* de economías emergentes se presentan más bien hacia la baja, y el rendimiento de tasas largas en esas economías ha sido también hacia la baja, en línea con las tasas largas globales, en general. En cuanto a paridades, el dólar tendió a depreciarse. Todas las monedas en general han tendido a apreciarse, esto ocurre en Europa, Japón y América Latina.

Menciona el señor Lehmann, que las Bolsas de economías emergentes han estado en línea con una percepción más positiva.

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

Consulta el Consejero señor Jorge Desormeaux cuál es la situación de los futuros a 7 años, que siempre se mencionan como indicadores de expectativas de largo plazo. Responde el señor Lehmann, que tiene la impresión que se encuentran bastante planos y que, en todo caso, los futuros muy alejados en el tiempo son muy poco líquidos. Por lo tanto, la información que se puede obtener de ellos resulta bastante débil.

Señala el señor Lehmann, que se están haciendo algunos ajustes de carácter técnico, más bien en lo que se refiere al precio del cobre, para la reunión que se efectuará mañana respecto a la discusión que siempre se presenta sobre dicho precio, en el sentido si es el real o el nominal.

En cuanto a los precios de la gasolina, el Consejero señor Manuel Marfán consulta si los precios que se proyectan están desestacionalizados, porque dicho producto en el verano americano es particularmente alto. El señor Lehmann responde que estas cifras se presentan desestacionalizadas. Sin embargo, si uno compara con periodos equivalentes en el pasado, de todos modos está históricamente más alto. Agrega que, en todo caso, en términos relativos, los inventarios son más pequeños en relación a la demanda.

En relación al gráfico que se presenta respecto de los futuros, consulta el Consejero señor Marfán si posible hacer algo parecido para Chile con los datos diarios. Sobre el particular, el Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés señala que los datos a partir de los cuales se construye la curva *forward* se calculan con un promedio semanal, a fin de poder contar con alguna información. Consulta el señor Presidente, si es posible hacerlo en forma semanal. El Gerente de División señor Valdés, manifiesta que para los gráficos que se proporcionan no se calcula probabilidad, pero sí se proyecta la tasa que espera el mercado a una fecha determinada.

El Consejero señor Marfán, consulta si es posible hacer este cuadro con una semana móvil. El Gerente de División señor Valdés señala que de esa manera sería posible.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 96
Política Monetaria
10.08.2006 5.-

El Gerente de Mercados Financieros Nacionales, señor Beltrán De Ramón, comenta que esa Gerencia efectúa una encuesta semanal a los operadores de mesa la que ha ido mostrando cambios. Por ejemplo, durante este mes se movió primero 7% después 13%, luego 7% y terminó en un 100% por la mantención de la tasa. Agrega, que en el caso de los precios, esto resulta más difícil por cuanto el único precio de corto plazo con que se cuenta, es el PDBC de 30 días, que como se sabe se encuentra generalmente influido por la Reserva Técnica, lo que produce que esa tasa esté bajo la tasa de política monetaria. Por consiguiente, estima que podría efectuarse una lectura errada de que el mercado supusiera que el Banco Central bajaría la tasa, sin que ello sea efectivo. Agrega el Gerente señor De Ramón, que le parece que la encuesta a operadores de mesa puede proporcionarnos lo que podría reflejarse en un gráfico como el que se pretende efectuar, pero obviamente no tan elaborado.

El Presidente, señala que este tema se analizará debidamente a fin de determinar si es posible contar con la información.

El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, señala que quiere llamar la atención sobre un tema que le parece evidente, esto es que existe una mayor heterogeneidad en el mundo, entre los países, ya que Estados Unidos de América ha perdido fuerza y por otro lado, ha aumentado la de otros, lo cual de algún modo le parece que es una buena noticia en algún aspecto. En su opinión, sin embargo, esta situación producirá un escenario de riesgo, porque el crecimiento de algunos países dependerá de la demanda interna. En particular, no sabe si Japón, Europa y probablemente China sean capaces de sostener ese crecimiento. Agrega también, que el cuadro de crecimiento global que se observó, que es optimista, tiene un riesgo a la baja en el sentido que Estados Unidos de América, que puede ser líder en el ciclo o puede no estar considerando adecuadamente los efectos de segunda vuelta, situación que podría afectar a otras economías en el escenario actual. A lo anterior, se aprecia otro aspecto técnico en el sentido que las contribuciones del crecimiento mundial no es claro que deban hacerse a paridad de poder de compra (PPP) o a precio de mercado. Agrega el señor Valdés, que probablemente a precio de mercado sea lo correcto en el mundo de los *commodities* y en el mundo del comercio.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que siendo efectivo lo que menciona el Gerente de División Estudios, también se consideraba en el escenario central que habría un aterrizaje suave de los desequilibrios globales. Agrega que si hubiéramos imaginado que a esta altura del año Estados Unidos de América bajaría los precios de las viviendas, que mejoraría su situación fiscal y que se desaceleraría la demanda interna, habríamos pensado que esta circunstancia formaba parte de nuestro escenario central. Menciona también, que le sorprendería que existiera exactamente la situación contraria y que lo único que no le hace sentido es que la cuenta corriente sigue mostrando una tendencia. En consecuencia, estima que siendo consistente con nuestro escenario central, el comentario del Gerente de División Estudios más bien apunta a un escenario de riesgo.

El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, señala que concuerda con lo señalado por el señor Consejero señor Marfán y cree que el escenario central es favorable, no obstante estima que éste presenta una crisis, en el sentido que el ajuste no es abrupto, pero tampoco que se trate de un escenario tan benigno. Indica, que le parece positivo, en el sentido que cuando hay un ajuste de cuenta corriente se resiente en algo el crecimiento. En consecuencia, le parece al señor Valdés, que el crecimiento global siendo positivo y parte del escenario central, puede ser algo elevado si es que verdaderamente se produjera un ajuste suave de la cuenta corriente.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Vicepresidente señor José De Gregorio señala, que si se pone una cifra al efecto crecimiento, los desbalances en la economía desarrollada, de acuerdo a la evidencia histórica, no dan los ajustes globales para una caída demasiado fuerte. Además, el Vicepresidente cree que toda esta discusión, si uno sintetiza el aspecto central de este tema, es que estamos en línea.

El Consejero señor Jorge Desormeaux indica que tiene una visión distinta sobre el particular y cree fuertemente en lo señalado por el Gerente de División Estudios, en el sentido que existe un cambio, y concuerda que en el corto plazo el escenario externo sigue estando dentro del escenario central, porque tenemos una economía norteamericana que se desacelera, y como se ha señalado en muchas publicaciones, se está produciendo una rotación y están creciendo más otras áreas del mundo. El Consejero señor Desormeaux se pregunta si en la economía mundial existen varias locomotoras o una sola de ellas que la impulsa. Consulta si en esta hipótesis cuando una frena, puede otra reemplazarla o estamos en un mundo en que existe una sola locomotora que va adelante, que es Estados Unidos de América que tiene un rezago y está comenzando a frenar y por consiguiente todas las demás terminarán también frenando. Por último, comenta que si se analiza lo que ha pasado en el mundo en los últimos años, existe una sola locomotora y el mundo camina claramente hacia una desaceleración de la economía. Agrega que lo que se está viendo en Europa, Asia y en general en las áreas emergentes es simplemente que estos países están llegando a su pick, para después comenzar el proceso de desaceleración.

El Vicepresidente señor De Gregorio señala no entender la discusión que se plantea. Agrega que le parece razonable lo que señala el Consejero señor Desormeaux, y por eso el crecimiento mundial está cayendo tres décimas. Señala, que este último hecho no le parece tan dramático, y lo que le preocupa es la afirmación que el mundo va a estar peor, y que esa precisamente es la discusión. Afirma al respecto, que si el escenario que describe el Consejero señor Desormeaux es efectivamente cierto, habría que revisar seriamente nuestro escenario central de crecimiento del mundo y este es uno de los temas que analizaremos a propósito de la elaboración del IPoM.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que en este análisis hay un tema de probabilidades, que se viene discutiendo desde hace mucho tiempo, en el sentido si va a haber ajuste suave, aterrizaje suave o abrupto. En consecuencia, una economía como la norteamericana que estaba tan desajustada, mientras más se posterga la probabilidad de que el ajuste sea abrupto es más alta. Señala que en esta hipótesis sigue quedando fuera el tema de la cuenta corriente que aparentemente no se estaría ajustando.

El Consejero señor Enrique Marshall manifiesta que coincide en el enfoque que le ha dado el Gerente de División Estudios al tema y las preocupaciones que ha manifestado. Agrega que una primera lectura del cuadro de proyecciones lo deja bastante tranquilo, ya que se han ajustado hacia arriba marginalmente, y la diferencia entre el año 2006 y el año 2007 sería apenas de tres décimas en la tasa de crecimiento global, pero cuando se miran las proyecciones de las regiones, surgen algunas interrogantes que no son fáciles de despejar.

El Presidente señor Vittorio Corbo, indica que estas proyecciones que están muy alineadas, se construyen con un modelo de interacción entre países, o sea, el efecto de Estados Unidos de América en los otros países es tomado en cuenta dentro de un modelo integrado. Le parece al señor Presidente que se presenta un escenario en el que la economía mundial se está desacelerando como se esperaba, y la duda es si se intensifica esta desaceleración, especialmente si Estados Unidos de América tiene una corrección más grande



BANCO CENTRAL DE CHILE

en el precio de las viviendas. Sin embargo, cree que se trata de una desaceleración buscada, que va en la dirección correcta. Comenta que existe un riesgo adicional que es el petróleo, pero le parece que el escenario central sigue siendo favorable. Además menciona que existen, aparte del petróleo, otros riesgos como que la inflación en los países industriales sea mucho más persistente de lo que se pensaba y ello significa aumento de tasas de interés más fuerte y en esta situación sí habría mayor desaceleración.

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.

El señor Magendzo señala que tipo de cambio no ha mostrado grandes movimientos, oscilando entre \$ 539 y \$ 546 por dólar en el último mes y promediando en lo más reciente una cifra algo por sobre la vigente al cierre de la reunión de julio. Las medidas multilaterales, TCM, TCM-5 y TCM-X tuvieron variaciones de 0,9%, 1,0% y 0,8% en igual lapso, respectivamente. El TCR finalizó julio con un nivel promedio de 93,7, igual al valor del mes anterior.

Al igual que el mes pasado, señala el señor Magendzo, la expansividad de las condiciones financieras internas no continuó reduciéndose. Las tasas de interés de los documentos en pesos del Banco Central de Chile cayeron desde la última reunión, los BCP entre 15 y 17 puntos base, lo mismo que las de los BCU, entre 12 y 13 puntos base, ambas en línea con sus similares externas. La tasa de crecimiento anual del dinero M1 disminuyó levemente, manteniéndose por sobre los niveles de los primeros meses del año. El incremento anual de los agregados crediticios sigue estable en niveles altos, al igual que en los últimos dieciocho meses. La tasa de interés aplicada en las colocaciones de consumo cayó en julio 30 puntos base, hasta 27,4% anual, mientras la de operaciones con empresas no varió, 10,4% anual. La bolsa local, en línea con otras economías emergentes, aumentó su valor, 3,3% medida en pesos desde el cierre de la reunión de julio.

Hace presente el señor Magendzo, que las cifras de junio indicaron, por segundo mes consecutivo, que la actividad continúa aumentando lentamente su tasa de crecimiento una vez eliminados efectos estacionales y calendario. La tasa de crecimiento anual del Imacec llegó a 4,5% en junio, cifra por debajo de lo esperado hace un mes por el mercado (5% a 5,5%). Al mismo tiempo, se siguió apreciando una heterogeneidad en la evolución sectorial, con un mayor dinamismo del comercio y uno menor de la industria. Con esto, en el segundo trimestre la actividad habría aumentado a una tasa cercana a 4,5% anual (5,1% el primer trimestre). Los antecedentes disponibles apuntan a que el ritmo de crecimiento contemplado para el segundo semestre sería algo inferior al previsto.

Menciona el señor Gerente, que durante el último mes se conjugaron diversas noticias de distinto signo sobre la inversión. En julio las importaciones de bienes de capital totalizaron US\$ 607 millones CIF (US\$ 641 y US\$ 577 millones en mayo y junio, respectivamente), y su tasa de variación anual fue negativa: -2,7% (16,6% y -1,3% en mayo y junio, respectivamente), principalmente por el efecto de la alta base de comparación de 2005. Las ventas del sector inmobiliario mostraron un fuerte caída anual en junio: -16% (1,4% y -10,2% en abril y mayo), tendencia que fue corroborada por fuentes alternativas, apreciándose un aumento en el número de meses necesarios para agostar el *stock* disponible (esto pese a que se aprecian divergencias de la evolución del *stock* en las distintas fuentes de información). Los indicadores de actividad del sector construcción para junio muestran tasas de variación anual crecientes, aunque en julio, considerada la escasa información disponible, el panorama es menos optimista. Finalmente, la información del catastro de obras de ingeniería de julio indicó una corrección al alza en el valor de los proyectos para el período 2006-2009. Para el año en curso, la corrección fue relativamente acotada, con tasas de variación anual similares a



BANCO CENTRAL DE CHILE

las informadas en abril, pero con perfiles de cumplimiento algo distintos. Para el 2007, 2008 y 2009, en cambio, se verificó una corrección importante en el valor de los proyectos. Más allá de que en la medida que se acerca el período calendario se incorpora mayor información, la revisión de 2007 a esta fecha fue del orden de 30% en el valor de los proyectos, cifra mayor a la observada el año anterior para la inversión proyectada a un año plazo (10%).

Comenta el señor Magendzo, que la evolución de los indicadores parciales del resto de la demanda interna —consumo y existencias— sigue en línea con el escenario base del IPoM de mayo y lo apreciado en los meses recientes. Agrega, que los indicadores parciales de consumo de junio, con su volatilidad habitual, apuntan a tasas de crecimiento anual similares a las del primer trimestre. El comportamiento de los indicadores de consumo reafirma la resistencia que este componente de la demanda interna ha mostrado a los altos precios del petróleo y sus derivados. Con ello, se sigue configurando 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.

Señala el Gerente de Análisis Macroeconómico, respecto de las expectativas de consumidores y productores en el último mes, que éstas no repitieron la importante caída de junio, tendiendo a mantenerse en los niveles relativamente bajos alcanzados en dicho mes. El IPEC subió 0,3 puntos respecto de junio, siguiendo en la zona pesimista (48,5). El IMCE aumentó 0,5 puntos, llegando a 52,3, aún en la zona optimista. La revisión de las preguntas que conforman el IPEC apunta a que las expectativas respecto del consumo, en particular el durable, siguen en la zona optimista y con un crecimiento bastante mayor al del agregado en julio.

Por otra parte, indica que en julio las exportaciones industriales sorprendieron al alza, en parte importante por los mayores precios de algunos envíos, en particular la celulosa y la harina de pescado. Desde la perspectiva de los volúmenes, estos siguen creciendo a tasas anuales moderadas y similares a las de meses previos. Los envíos mineros se han recuperado por mayores exportaciones de cobre y mejores precios. En cuanto a las importaciones, las de consumo siguen relativamente dinámicas. Así, en julio las exportaciones registraron US\$ 5.558 millones FOB (69% anual), mientras las importaciones llegaron a US\$ 2.913 millones FOB (9% anual).

También señala el señor Gerente, que en el mercado laboral, las cifras publicadas por el INE del trimestre móvil abril-junio siguen sin ser comparables con las del año anterior debido a las innovaciones realizadas en la encuesta de empleo. Utilizando un empalme preliminar, el crecimiento anual de los ocupados se desacelera respecto de los valores de comienzos de año, principalmente por un menor dinamismo del empleo por cuenta propia. El empleo asalariado, en tanto, desacelera su tasa de crecimiento anual menos marcadamente que el empleo total, manteniéndose éste en valores algo superiores a 3%. Esta trayectoria es coherente con la que se aprecia en otras fuentes de información del mercado laboral. Por su lado, la tasa de desempleo, eliminada estacionalidad, descendió a 8,4% (8,9% en marzo; 8,7% en mayo). En todo caso, esta evaluación podría cambiar una vez que se disponga de un empalme definitivo.

En relación con los costos laborales, el señor Magendzo menciona que en junio la tasa de crecimiento anual de los salarios nominales nuevamente no tuvo mayores variaciones, alcanzando un aumento de 5,5% en el costo de la mano de obra (igual al mes anterior). Por su lado, la tasa de crecimiento anual de los costos laborales unitarios (CLU), calculados a partir de los datos publicados, cayó marginalmente respecto del mes anterior: 7,9% y 7,2% para los CLU totales y CLUX, respectivamente (8,0% y 7,3% el mes anterior, respectivamente). Sin embargo, sigue siendo difícil precisar cuánto de la mayor variación anual de los CLU podría responder a presiones genuinas de costos o más bien reflejar la volatilidad propia de la productividad medida y de los cambios a las mediciones del empleo y los salarios. Por otra parte, en julio la inflación IPC estuvo en línea con lo proyectado internamente, pero en



BANCO CENTRAL DE CHILE

el límite superior de las proyecciones de mercado (0,5% mensual; 3,8% anual), aunque las medidas subyacentes estuvieron algo por encima. La inflación de IPCX aumentó 0,5% en el mes (3,2% anual), afectada por el incremento en la tarifa del transporte público. La inflación del IPCX1 aumentó 0,3% en el mes, con una tasa de variación anual que se mantiene por debajo de 3% (2,6% en julio; 2,7% en junio). Al mismo tiempo, la velocidad de expansión del IPCX1 se mantuvo en cifras del orden de 2% anualizado, y 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. Por otro lado, las tasas de crecimiento anual de los precios al productor y mayoristas han tenido aumentos sustanciales en los últimos meses (24% y 10% el IPP e IPM en julio; 11% y 3% en diciembre, respectivamente). Sin embargo, considerados los precios mayormente vinculados al IPCX1 se aprecia un panorama bastante distinto. En el caso del IPP, los precios con contraparte en el IPCX1 crecen 3,4% anual en julio (2,9% en diciembre; 4,2% en marzo), mientras los precios de durables del IPM caen 4% anual en julio (-3% en diciembre; -4,5% en marzo).

Indica el señor Gerente, que la generalidad de las medidas de expectativas de inflación de mediano plazo siguieron bien ancladas en torno a 3%, aunque han mostrado comportamientos algo diferentes según su medición. La compensación inflacionaria a 2, 5 y 10 años, continuó en valores marginalmente por encima de 3%. La Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de agosto mostró un incremento de la inflación esperada a diciembre de este año, que ahora se ubica en 3,8% (3,4% el mes pasado). A doce meses, en tanto, la inflación esperada pasó de 3% el mes pasado a 3,2% este mes. A dos años plazo se mantuvo en 3%. Respecto de la tasa de política monetaria (TPM), las expectativas que se deducen de la curva *forward* son algo menores respecto de las consideradas hace un mes, derivándose una TPM de 5,5% a diciembre de este año y una de 6,3% a diciembre de 2007 (5,7% y 6,4%, respectivamente, el mes pasado). La EEE, en tanto, anticipa que la TPM se mantendría en esta reunión, y llegaría a 5,5% y 6% a diciembre de 2006 y 2007, respectivamente, ambos valores idénticos a lo esperado el mes anterior. Las expectativas de crecimiento de la actividad para este año cayeron marginalmente (5,3%, comparado con 5,4% el mes anterior), mientras que para el próximo aumentaron marginalmente (5,3%, comparado con 5,2% el mes anterior).

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

El Gerente de Análisis Macroeconómico señala que las tasas de interés a excepción del PDBC90 bajaron en 10 y 20 puntos base en este mes. Agrega, que el impulso monetario que es un compuesto de estas tasas, muestra que a pesar del aumento de la Tasa de Política Monetaria del mes pasado, algo de este impulso ha tendido a aumentar.

El Consejero señor Marfán, en relación a este tema señala que tiene la impresión que esta situación era absolutamente previsible. Agrega, que si comunicáramos que probablemente el ritmo de pausa va a aumentar daríamos una señal clara que nos estamos acercando a la tasa deseada. Si además agregamos a esto el tema de que el segundo semestre se presenta más suave, en condiciones normales se debería esperar que la *forward* se aplanara y como este es un compuesto de tasas, se produciría que las condiciones monetarias se hagan marginalmente expansivas. Indica que no debiera haber una sorpresa por ello, y que si por el contrario eso no sucediere, habría que pensar que el mercado no creyó el mensaje.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Gerente de Mercados Financieros Nacionales, señor Beltrán de Ramón, señala que quiere complementar lo que ha dicho el Consejero señor Marfán, en el sentido que las tasas largas, tanto nominal como real, se han retrocedido en el último mes; la nominal casi a los niveles del IPoM de mayo y la real aún más baja que dicho IPoM.

No obstante esto, hay un factor que en el futuro puede afectar la curva. Indica que si se aprueba el proyecto de ley sobre el Mercado de Capitales II, tal como está diseñado, la Reserva Técnica de acuerdo a lo que hemos evaluado va a desaparecer completamente, debido a dos factores: a) porque se pasa a constituir del capital básico a efectivo, y b) porque se deja de constituir Reserva Técnica por los depósitos a plazo y obligaciones que le queden menos de diez días al vencimiento. Agrega que en términos monetarios ese efecto significa reducir la Reserva Técnica en 2,7 billones de pesos a cero, o sea alrededor de 5 billones de dólares. Alrededor de 4 billones de dólares en papeles cortos o PDBC, que actualmente se utilizan para constituir esta reserva, habría que cambiarlos por papeles de más de un año, para esterilizar la expansión que produciría el vencimiento de estos papeles no renovados. Por otra parte, comenta que si esto ocurre tendría que haber un efecto al alza en las tasas largas de entre 10 y 20 puntos base, pero con un efecto más pronunciado cuando esto se anuncie.

Una manera de amortiguar este efecto es estableciendo una cláusula transitoria al proyecto de Mercado de Capitales II.

El Gerente de División Estudios, señor Rodrigo Valdés volviendo al tema planteado por el Consejero señor Marfán, señala que si bien concuerda con que no ha existido una sorpresa, no entiende aún que el impulso monetario no ha seguido bajando y de hecho aumentó, marginalmente, en lo esencial porque las tasas largas han caído y las de mediano plazo se encuentran más en línea con lo que está pasando en otras economías. Por otra parte, agrega el señor Valdés que se tiene un tema comunicacional pendiente porque por un lado se dice que las alzas adicionales pueden ser pocas, pero más espaciadas y por el otro lado se califica esta situación como condiciones expansivas, lo que es una señal muy fuerte para el mercado, donde está el eje de esta situación y probablemente, este sea un tema para la discusión del IPoM.

El Gerente de División Operaciones Financieras, señor Esteban Jadresic señala que ha seguido la evolución de las tasas largas y cree que para explicar la caída de estas tasas en Chile, resulta más directo relacionarlo con la caída de las tasas afuera y a los datos de producción de Imacec, que generan perspectivas de más largo plazo de una economía algo más débil. Agrega, que fuera de Chile han bajado en términos similares y existe la percepción que el ajuste de tasas de Estados Unidos de América ha llegado casi a su término pero por el lado interno cuando se redactó el Comunicado no se visualizó baja en las tasas relevantes. En cuanto al tema del Mercado de Capitales II, de aprobarse dicha iniciativa en los términos que se conocen, tendrá que analizarse cómo se enfrentaría esa situación. Le parece improbable que hasta ahora los mercados hayan internalizado esta situación y que esté afectando, de alguna manera, en las tasas.

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

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 96.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 96
Política Monetaria
10.08.2006 11.-

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 julio, el Consejo decidió aumentar la tasa de interés de política monetaria hasta 5,25% anual, luego de dos pausas consecutivas. En la decisión se consideró que, si bien los antecedentes disponibles apuntaban a que la aceleración del producto contemplada para el segundo semestre podría ser algo inferior a la prevista, la reducción de abril se debía principalmente a factores transitorios. Además señala, que la demanda interna había moderado su crecimiento en el segundo trimestre, en línea con lo proyectado, y la inflación del IPC se ubicaba cerca de 4%, probablemente postergando su convergencia hacia 3%, debido a la incidencia del mayor precio de los combustibles. Las condiciones financieras internas seguían siendo expansivas. Indica que se estimó que, en el escenario más probable, seguía siendo necesario hacer ajustes pausados a la tasa de política monetaria, pero que su frecuencia podía disminuir respecto de los últimos trimestres.

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

- En el mundo, mientras en Estados Unidos de América el crecimiento de la actividad se ha desacelerado, otras zonas mantienen o incluso han intensificado su dinamismo. En tanto, las condiciones financieras que enfrentan las economías emergentes se mantienen ventajosas, el precio del cobre se ubica en torno a US\$ 3,5 por libra, algo por debajo del de hace un mes, y el precio del petróleo ha vuelto a aumentar en los días recientes por encima de US\$ 76 por barril. Ello nuevamente modifica al alza las proyecciones de precios de cobre y petróleo para los próximos trimestres.
- En el ámbito interno, e incluso con mayor claridad que en el mes pasado, no continuó la reducción de la expansividad de las condiciones financieras observada previamente. El peso mostró una leve depreciación tanto respecto del dólar como en términos multilaterales. Con ello, el TCR se ubica entre 94 y 95, con una base de 100 para 1986, casi 1% por sobre lo observado hace un mes.
- Pese a que si se elimina el efecto calendario, el crecimiento anual de la actividad muestra un leve aumento en los últimos cuatro meses, el conjunto de indicadores reafirma un escenario de menor empuje de la actividad que el considerado en mayo. Se suman además, en lo más reciente, noticias negativas de la minería. Todo esto ratifica que la aceleración contemplada para el segundo semestre sería inferior a la proyectada en el IPoM. El panorama es heterogéneo entre sectores y componentes de la demanda, exhibiendo debilidad en la industria y la inversión, y mayor empuje en el comercio y el consumo.
- 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 el empalme disponible muestra que continúa la disminución en la tasa de crecimiento del empleo, menos marcada para el componente asalariado, la tasa de desempleo disminuido en el margen, y el crecimiento de los costos laborales unitarios sería considerablemente menor que el que revelan las cifras publicadas.



BANCO CENTRAL DE CHILE

- La inflación del IPC de junio se ubicó dentro de lo esperado (3,8% anual), mientras el IPCX1 estuvo marginalmente por encima. El panorama de corto plazo para la inflación subyacente IPCX1 e IPC es similar al del mes pasado, aunque hay riesgos al alza en el IPC, si el precio del petróleo se mantiene en los niveles actuales y su traspaso no es aminorado por el FEPCo. Las medidas alternativas de la tendencia inflacionaria no muestran un sesgo particular y las expectativas se mantienen bien ancladas.

Agrega el señor Valdés que, con los antecedentes disponibles, es difícil justificar una opción distinta de la mantención de la tasa de política monetaria en esta reunión. Señala que en principio, se podría argumentar a favor de un alza de 25 puntos base considerando los siguientes elementos. Primero, el crecimiento mundial y las condiciones financieras externas se mantienen favorables y apoyarían un crecimiento mayor. De hecho, hay una corrección al alza en el crecimiento mundial a PPC para éste y el próximo año, a lo que se agrega la mayor expansión fiscal esperada para el próximo año. Segundo, las condiciones financieras internas son aún expansivas, lo que se refleja tanto en el nivel de las tasas de interés como en el crecimiento de distintos agregados monetarios y de crédito. Tercero, el ya elevado precio del petróleo continúa aumentando, lo que junto a la posibilidad de que no disminuya, combinado con la leve depreciación del peso, genera un riesgo de desanclaje de expectativas y efectos de segunda vuelta en la inflación.

Lo anterior, sin embargo, se contrapone con otras novedades que se estiman de mayor importancia y con elementos de implementación de la estrategia de normalización pausada de la política monetaria, denominados “elementos tácticos”. En particular, dado un PIB de tendencia, el crecimiento de la actividad en la primera mitad del año y la expectativa para el segundo semestre, entregan un cuadro de holguras del que se derivan presiones inflacionarias menores que las consideradas en el escenario base. La desaceleración que continúa mostrando la demanda interna, liderada por la inversión, también apoya esta evaluación, a la que se suma el cuadro de presiones de costos laborales contenidas. Además, la política fiscal más expansiva el próximo año, reflejada en una tasa de crecimiento de un dígito para el gasto, sería marginalmente inferior a la considerada dentro del escenario central. El empuje del crecimiento global, por su parte, podría verse influido por la desaceleración de Estados Unidos de América en mayor grado que lo considerado en el escenario base y, eventualmente, por nuevos atentados terroristas o atentados frustrados, como el conocido en el día de hoy.

Señala el señor Valdés que, respecto de las condiciones financieras, si bien las de tasas de interés de mediano y largo plazo disminuyeron en el último mes, y los agregados y el crédito aún crecen a tasas mayores que las que se esperan a largo plazo, persiste cierta incertidumbre 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 analizó en la reunión anterior, este tipo de interrogante es más difícil en la medida en que el estímulo de la política monetaria es menor, y probablemente sea un tópico relevante en el próximo *Informe*.

Con relación al alza adicional del petróleo, y especialmente al riesgo de que no disminuya como se contempla en el escenario central del último IPoM, cabe recordar que el alza de la última reunión respondió en parte justamente a este fenómeno y que, dado el menor empuje de la economía, no es evidente cuál sería la dosis requerida para hacer frente a este factor. Adicionalmente, el comportamiento de las expectativas de inflación y otros costos delimita el riesgo de efectos de segunda vuelta pronunciados.

Desde el punto de vista de la implementación de la estrategia de política monetaria, dos alzas consecutivas serían bastante contradictorias con la idea de alzas pausadas. Señala el señor Valdés, que esto cobra especial importancia en esta reunión, luego de que en la anterior se comunicara que las alzas en el futuro serían probablemente menos



BANCO CENTRAL DE CHILE

frecuentes que en el pasado. De hecho, reflejo de esta situación es que la expectativa de mercado —prácticamente unánime— para esta reunión, es de una pausa.

Agrega el señor Valdés, que un tema distinto de la decisión misma de política monetaria, pero que requiere de más análisis, es la conveniencia o no de señalar en el comunicado de esta reunión si el panorama de tasas de interés hacia delante se modifica. Por un lado, se puede argumentar que ese es el caso, dada la evolución de la actividad, las tasas de interés externas y el comportamiento de la tendencia inflacionaria y de las expectativas de inflación de mediano y largo plazo. Por otro, se podría esperar a entregar este diagnóstico en el IPoM de septiembre.

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

El Gerente de División Política Financiera, señor Pablo García señala que está de acuerdo con la Gerencia de División Estudios en que la opción más plausible es mantener la TPM. Esto debido a que el diagnóstico de que es pertinente que la normalización remanente del impulso sea más pausada se ha asentado con las últimas noticias. Más allá de la decisión de esta ocasión, el aumentar las pausas y normalizar más lentamente hacia delante trae riesgos. El primero es que se materialicen incidencias inflacionarias significativas por los mayores costos que enfrenta la economía chilena hoy. Sin embargo, el benigno panorama de expectativas inflacionarias en Chile y el mundo indica que se espera que la aceleración inflacionaria coyuntural sea pasajera. No parece además ser pertinente actuar de manera preventiva frente a un riesgo inflacionario que aún se vislumbra solo como escenario alternativo. El segundo riesgo es que se consolide un crecimiento de la demanda interna, particularmente el consumo, que incremente las vulnerabilidades de los hogares frente a cambios abruptos en el entorno. Al igual que en el caso anterior, parece haber espacio para considerar esto solo como un riesgo, en particular gracias a las holguras fiscales que están proveyendo de un significativo espacio para que la expansión actual del gasto privado no afecte las cuentas agregadas de la economía chilena.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Esteban Jadresic señala que está de acuerdo con el análisis que presentó la Gerencia de División Estudios. Manifiesta el señor Jadresic, que lo más importante tiene que ver con el comunicado de prensa que se va a dar en esta ocasión y en particular, con las señales que se puedan dar respecto de cómo van a continuar las tasas de política monetaria a futuro, e indica que esta es una oportunidad para reiterar el tipo de mensaje que se dio en la reunión anterior. Agrega que, en función de la discusión del Informe de Política Monetaria, se deben seguir analizando los antecedentes para ver si corresponde dar señales adicionales a las que se han empezado a entregar.

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 se han confirmado varias de las tendencias advertidas en la última reunión. El entorno económico externo se mantiene favorable. El crecimiento global sigue siendo vigoroso. Indica, que si bien la economía en los Estados Unidos de América comienza a mostrar una moderación en su ritmo de expansión, lo que ha generado tranquilidad en los mercados financieros, otras regiones del mundo han fortalecido su dinamismo. Sin embargo, en todas las economías avanzadas permanece



BANCO CENTRAL DE CHILE

presente la preocupación por la inflación y, en muchas, se han reforzado las expectativas de alza en las tasas de interés.

Señala el señor Consejero, que las condiciones financieras para los países emergentes han vuelto a tener un sello positivo. Sus monedas se han apreciado, los premios soberanos se han reducido y las bolsas se han recuperado. Con todo, las condiciones enfrentadas por estos países, medidas por los premios pagados, son actualmente menos favorables que las prevalecientes antes de las turbulencias.

El precio del cobre se ha mantenido en un nivel alto, observando al mismo tiempo bastante volatilidad. Con esto, el precio promedio proyectado para el año se ha corregido al alza. Por su parte, el precio del petróleo se ha movido en el rango que había alcanzado el mes anterior, confirmando la apreciación de que permanecerá en un alto nivel durante un tiempo más prologando que el previsto. Con esto, la proyección para este año se mantiene, en tanto la cifra para el próximo año, se corrige hacia arriba.

En el ámbito interno, indica el Consejero señor Marshall, las condiciones financieras siguen siendo favorables. Los agregados monetarios y crediticios crecen a tasas altas pero relativamente estables. El único agregado que muestra un comportamiento algo distinto es el crédito a las empresas que se expande a tasas más altas que en los meses anteriores.

Agrega el señor Consejero, que las tasas de interés cobradas a los clientes no muestran cambios significativos, pero al tomar un período más largo se observa una leve tendencia al alza, que recoge en buena medida la evolución de las tasas cortas y su impacto en el costo de fondos de los bancos. Por su parte, las tasas largas, tanto en pesos como en UF, se han ajustado levemente a la baja, siguiendo un movimiento similar al observado en los mercados de los países desarrollados. Indica también que el tipo de cambio ha fluctuado en torno del nivel promedio observado en los últimos meses, que se ubica por sobre lo anticipado con anterioridad.

Los datos de actividad confirman un desempeño algo más débil que el proyectado en nuestro escenario base; y muestran, al mismo tiempo, diferencias entre sectores. El crecimiento en el segundo trimestre había llegado al 4,5% anual, y las proyecciones para el tercer trimestre se corrigen a la baja quedando en 4,7%.

Señala el señor Consejero, que la demanda agregada se ha desacelerado bastante en línea con el escenario base, pero con una menor incidencia de la inversión y una mayor del consumo, todo ello respecto de los valores contemplados en dicho escenario. Asimismo, las expectativas de las empresas y los consumidores permanecen bastante por debajo de los niveles de principios de año. El empleo, según las distintas fuentes disponibles, muestra una desaceleración, y el costo de la mano de obra crece a un ritmo contenido, similar al de los meses anteriores, lo que resulta concordante con la evolución de sus factores determinantes.

El Consejero señor Enrique Marshall, señala que en materia de inflación, las cifras de julio estuvieron algo por sobre lo esperado por el mercado. En lo que se refiere a la inflación total, las proyecciones para los próximos meses se han ajustado levemente al alza, de manera que la convergencia hacia el centro del rango meta tomará más tiempo que el anticipado. Sin embargo, las distintas medidas de tendencia se observan sin cambios significativos y las perspectivas de inflación subyacente se muestran contenidas. En todo caso, las expectativas de inflación, se mantienen bien ancladas en torno al 3%.

Hace presente el señor Consejero que en suma, las tendencias advertidas en la última reunión se ven confirmadas: la desaceleración de la demanda, especialmente en su componente de inversión; el crecimiento de la actividad algo menor que el proyectado; y una



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 96
Política Monetaria
10.08.2006 15.-

inflación total que converge más lentamente al centro del rango meta, pero con expectativas bien ancladas. En este contexto, la opción de efectuar una pausa parece la más adecuada.

Agrega que junto con responder bien al diagnóstico esbozado, esta opción resulta congruente con la estrategia de gradual normalización de la política monetaria y, en particular, con la forma cómo ésta ha sido transmitida. Señala que el último comunicado fue explícito en ese sentido y ello fue correctamente procesado por el mercado.

Adicionalmente, indica que una pausa permitiría acumular mayores datos sobre la trayectoria de la economía y contar así con una mejor evaluación de los efectos del ajuste de tasa materializado hasta la fecha. Los riesgos asociados con esta decisión son bajos y deja completamente abierta la posibilidad de continuar con el proceso de normalización según lo requiera la trayectoria de la economía. Un antecedente adicional, a favor de esta opción, es que se trata de la esperada por el mercado.

En consecuencia, señala el señor Consejero, que su voto es por mantener la tasa de política monetaria en su actual nivel de 5,25%.

El Consejero señor Manuel Marfán, agradece el análisis del *staff* y señala que en la reunión de política monetaria anterior se decidió elevar la tasa de política monetaria aunque enfatizando que “en el escenario más probable siguen siendo necesarios ajustes pausados de la tasa de interés para mantener la inflación proyectada en torno a un 3% anual en el horizonte habitual de política”.

Señala el Consejero, señor Marfán que en el escenario externo los precios del petróleo y del cobre siguen elevándose por sobre lo anticipado, aunque respecto del cobre parece reflejar los acontecimientos recientes en Codelco y La Escondida. También se aprecia una desaceleración en el margen de la actividad en Estados Unidos de América, no descartándose que sea más bien un síntoma de aterrizaje suave, como el contemplado en nuestro escenario central. Por lo mismo, señala que ha habido una corrección marginal a la baja de las tasas de interés en los Estados Unidos de América. Agrega, que aún es muy temprano para evaluar las implicancias económicas de los acontecimientos de hoy en Londres.

En lo interno, destaca el señor Consejero, principalmente la consolidación del escenario de menor dinamismo de corto plazo. Por otra parte, indica que, respecto del precio internacional del petróleo no hay presiones inflacionarias adicionales. Las expectativas de inflación de mediano plazo siguen bien ancladas y para el corto plazo estas expectativas han ido incorporando el altibajo que nuestras propias proyecciones contemplaban desde antes de la reunión de política monetaria anterior. En este cuadro, el señor Marfán coincide plenamente con lo planteado en la Minuta de Opciones, en cuanto a que resulta difícil justificar una acción distinta a la de mantener en esta oportunidad la tasa de política en un nivel de 5,25% y por lo tanto vota por mantenerla.

Indica el señor Marfán que para efectos del Comunicado, no aprecia razones para alterar el tenor de éste respecto del de la reunión anterior.

El Consejero señor Jorge Desormeaux, señala que desde la última reunión de política monetaria se han producido, desde su concepto, dos desarrollos significativos, primero en el plano externo y después en el plano interno.

A nivel externo indica el señor Consejero, que la economía de Estados Unidos de América comienza a dar señales de desaceleración, lo que hasta ahora ha sido compensado por un mayor dinamismo en Europa y Asia, lo que se encuentra alineado con el escenario



BANCO CENTRAL DE CHILE

central del Informe Política Monetaria de mayo. Sin embargo, dado el limitado protagonismo de la demanda interna en Europa y Asia, surge la interrogante de si no estamos asistiendo al inicio de una desaceleración más duradera de la economía global. Un segundo desarrollo del entorno externo es el nuevo incremento que ha experimentado el precio del petróleo, unido a la expectativa ya generalizada de que los precios de mediano plazo del crudo no se reducirán al ritmo considerado en el escenario central y más bien, se muestran planos más allá del horizonte de proyección.

Señala el señor Consejero, que el segundo desarrollo tiene lugar en el entorno interno, donde todos los indicadores apuntan a un menor dinamismo de la actividad en el segundo semestre, en parte por razones exógenas, asociadas al sector minero, pero también como resultado de un menor dinamismo de la industria y de la inversión. A raíz de ello, la aceleración prevista para el segundo semestre, será inferior a la proyectada en nuestro Informe de mayo.

Indica el Consejero señor Desormeaux, que estos desarrollos externos e internos tienen lugar, sin embargo, en un contexto de presiones inflacionarias controladas, con costos laborales que crecen a un ritmo que se podría calificar de prudente, y donde pese al alza de los precios de los combustibles y la depreciación que ha experimentado el tipo de cambio, las diferentes medidas de tendencia inflacionaria muestran que hasta el momento, no se advierten efectos de segunda vuelta. Agrega, que a ello se suma el hecho que las expectativas de inflación, más allá de un año, se mantienen bien ancladas, lo que el Gerente de División Política Financiera calificó como un escenario de expectativas benévolo.

En síntesis, menciona el señor Consejero, que se está frente a un escenario global algo más incierto, caracterizado por un *shock* de oferta algo más duradero, lo que se une a un cierre de holguras algo más pausado en el plano interno, lo que va acompañado de inversiones, de costos laborales e inflación subyacente contenidas y expectativas bien ancladas, lo que limita los riesgos de efectos de segunda vuelta del *shock* petrolero.

Señala el señor Consejero, que como dice acertadamente el informe de la Gerencia de División Estudios, el cual comparte, con estos antecedentes resulta difícil justificar una opción distinta de la mantención de la tasa de política monetaria en esta reunión y a estas razones se suman consideraciones de orden táctico, que también están contenidas en el informe del comunicado posterior a nuestra reunión de política monetaria de julio, el que indicó que las alzas de la tasa de política monetaria serían probablemente menos frecuentes en el futuro de lo que han sido en el pasado, lo que difícilmente puede reconciliarse con dos alzas consecutivas de la tasa de política monetaria.

Por último, indica el Consejero señor Desormeaux, respecto a la propuesta de la Gerencia de División Estudios de dar una señal al mercado de alguna modificación en la trayectoria futura de tasas de interés, le parece que ello sería prematuro y que el lugar ideal para esa discusión es precisamente el Informe de Política Monetaria. En consecuencia, vota por mantener la tasa de política monetaria en 5.25%.

El Vicepresidente, señor José De Gregorio señala que la evidencia presentada por la Gerencia de División Estudios en esta reunión muestra que la inflación está en línea con lo esperado en el último mes, aunque producto del alza del precio del petróleo podría estar levemente más elevado de lo esperado. Señala el señor Vicepresidente, que en todo caso, esto no indicaría que se está en una trayectoria que nos haga cambiar nuestra estrategia de reducir pausadamente el impulso monetario. Sin embargo, le parece que esto no excluye la posibilidad que haya efectos de segunda vuelta que puedan desviar la inflación de nuestro objetivo dentro del horizonte de política. En todo caso, la evolución de las presiones de costos, en particular la evolución de los costos laborales unitarios indican que los aumentos que se observarán los meses venideros serán transitorios.

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 96
Política Monetaria
10.08.2006 17.-

Agrega el señor Vicepresidente, que donde sí se han observado cambios más importantes es en el ámbito de la actividad. Señala que se aprecian varios meses en los cuales ésta se ha estado desacelerando con respecto a nuestro escenario central, para lo cual aún no tenemos explicación precisa, pero que probablemente resulte en presiones inflacionarias más atenuadas. Le parece que es necesario entender a cabalidad este fenómeno, proceso que cuesta explicar dada la expansividad de las condiciones financieras y el favorable entorno externo.

Por lo anterior, cree que debe pausarse el alza de tasas de interés, lo que es coherente con nuestra estrategia monetaria actual y los últimos desarrollos en materia de actividad aunque persiste la incertidumbre sobre la dinámica inflacionaria. Finalmente, el Vicepresidente señor José De Gregorio señala que no cree que sea esta la oportunidad, pero que en la preparación del próximo Informe de Política Monetaria, se debe abordar con más detención la estrategia de normalización de la política monetaria, la que puede requerir de pausas más prolongadas y probablemente finalice en tasas algo menores de lo que se preveía hace algún tiempo atrás.

Por lo tanto, su voto es por mantener la tasa de interés de política monetaria en 5,25%.

El Presidente señor Vittorio Corbo, indica que el escenario internacional continúa siendo favorable en cuanto a actividad y condiciones financieras. Señala, que en contraste, la inflación de los principales países industriales sigue aumentando. La principal noticia en el ámbito internacional es una desaceleración más pronunciada de lo anticipado en el crecimiento de Estados Unidos de América, resultado de los efectos rezagados del proceso de normalización de su política monetaria, de los mayores precios de los combustibles, del enfriamiento progresivo del mercado de la vivienda y de la moderación de la creación de empleos, y el repunte en su inflación. Con este cuadro, indica el señor Presidente, que la Reserva Federal decidió en su última reunión mantener la tasa de política argumentando que, en el escenario más probable, la inflación se debiera moderar en el tiempo gracias a que las expectativas de inflación están bien contenidas, ya que el crecimiento del gasto interno se reduce. Sin embargo, con brechas de capacidad muy reducidas, el cuadro inflacionario se puede tornar menos benigno por los eventuales efectos de segunda vuelta de los aumentos en los precios de los combustibles y por la aceleración del crecimiento de los costos unitarios del trabajo. Indica el señor Presidente, que de darse este escenario alternativo, subirían las tasas de interés más allá de lo que hoy esperan los mercados y el crecimiento del gasto y del producto profundizarían su desaceleración. Con excepción de Estados Unidos de América, se mantiene el dinamismo de Europa y Japón, mientras que se acelera el crecimiento en Asia emergente. Agrega el señor Presidente, que en cuanto a los precios de los principales bienes primarios, el del cobre se mantiene alto y el del petróleo WTI se acerca a los US\$ 80 el barril.

En relación a la economía nacional, manifiesta el señor Presidente que las condiciones financieras se mantienen expansivas, el crecimiento de la demanda interna se desacelera, pero igual crece algo por encima de la proyección del último IPoM, con un mayor dinamismo del resto de la demanda interna, consumo total más variación de existencias, y uno menor de la inversión. En contraste, el crecimiento del PIB también se desacelera aunque sólo marginalmente por debajo de lo proyectado. Sin embargo, los antecedentes disponibles apuntan a que en el segundo semestre el crecimiento del PIB y de la demanda interna serían algo inferiores al previsto en el último IPoM.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 96
Política Monetaria
10.08.2006 18.-

Menciona el señor Presidente, que la inflación del IPC repunta principalmente por los aumentos en los precios de los combustibles. Sin embargo, las distintas medidas de tendencia inflacionaria se mantienen estables en torno al 3%, evolucionando en forma consistente con las proyecciones del último IPoM.

Con las expectativas de inflación para horizontes mayores a 12 meses bien ancladas en torno al 3%, con costos laborales con un crecimiento acotado, una desaceleración del crecimiento del producto y de la demanda interna que posterga el momento del cierre de brechas, y con efectos rezagados del proceso gradual de normalización de la política monetaria por manifestarse, las presiones inflacionarias debieran reducirse en los próximos trimestres. Sin embargo, los nuevos aumentos en el precio del petróleo, de sostenerse o intensificarse, pueden terminar postergando esta reducción de la inflación. Con este cuadro, señala el señor Presidente, lo prudente es reafirmar la política de ajustes más pausados en la Tasa de Política Monetaria para que a la luz de la evolución del entorno externo y de la economía nacional y sus implicancias para la inflación proyectada, calibrar el proceso de normalización de la política monetaria de modo que la inflación retorne al centro del rango meta en el horizonte habitual de la política monetaria. Por lo anterior, su voto también es por mantener la tasa de política monetaria en 5,25%.

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

96-01-060810 – Tasa de Política Monetaria.

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

Comunicado

"En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 5,25% anual.

El entorno externo relevante para la economía chilena se mantiene favorable, apreciándose en lo más reciente un cambio en la contribución al crecimiento de las distintas regiones económicas. Las condiciones financieras internacionales se mantienen ventajosas, el precio del cobre continúa elevado y el del petróleo nuevamente 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*, con un sostenido empuje del consumo y una desaceleración de la inversión. Sin embargo, el crecimiento de la actividad en el segundo trimestre fue algo menor a lo esperado, mientras los antecedentes disponibles siguen apuntando a que el aumento en el ritmo de crecimiento contemplado para el segundo semestre sería 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 continúa en la parte alta del rango meta, debido principalmente 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) continúan alrededor de 3%. Otros indicadores de la tendencia inflacionaria se mantienen estables y las



Sesión N° 96
Política Monetaria
10.08.2006 19.-

BANCO CENTRAL DE CHILE

distintas mediciones de expectativas de inflación de mediano y largo plazo continúan ancladas en torno a 3%. Si bien los precios de los combustibles se mantienen elevados, 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, en el horizonte habitual de política. La oportunidad de estos ajustes dependerá de los antecedentes que se acumulen, pero la información disponible reafirma que ellos podrían ser menos frecuentes que en los últimos trimestres."

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17.10 horas.

JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Vicepresidente

VITTORIO CORBO LIOI
Presidente

MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Consejero

JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR
Ministro de Fe (S)

ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 97 celebrada el 7 de septiembre de 2006

En Santiago de Chile, a 7 de septiembre 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 Subrogante, don Alberto Arenas de Mesa.

Asisten también:

Gerente General, don Alejandro Zurbuchen Silva;
Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldívar;
Subgerente General, don Leonardo Hernández Tagle;
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;
Gerente de División Operaciones Financieras,
don Esteban Jadresic Marinovic;
Gerente de División Política Financiera, don Pablo García Silva;
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;
Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Igal Magendzo Weinberger;
Gerente de Información e Investigación Estadística,
don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente de Mercados Financieros Nacionales,
don Beltrán De Ramón Acevedo;
Gerente Asesor de Comunicaciones, don Luis Alberto Álvarez Vallejos;
Jefe Departamento Análisis de Coyuntura, don Enrique Orellana Cifuentes;
Asesor del Ministro de Hacienda, don Luis Felipe Céspedes Cifuentes;
Secretaria Ejecutiva Gabinete de la Presidencia, doña Cecilia Feliú Carrizo;
Economista Senior, don Rodrigo Caputo Galarce; y
Secretario General, don Jorge Court Larenas.

El Presidente señor Vittorio Corbo, da cuenta al Consejo que el señor Ministro de Hacienda no podrá asistir a esta Sesión por encontrarse fuera del país. Al mismo tiempo, el Presidente señor Vittorio Corbo da la bienvenida al señor Alberto Arenas de Mesa, quien asiste a esta Sesión de Consejo en calidad de Ministro de Hacienda Subrogante.

Asimismo, el señor Presidente señala que aprovecha también la oportunidad de dar la bienvenida a esta Sesión de Política Monetaria al señor Leonardo Hernández Tagle, quien a contar de esta reunión se ha incorporado oficialmente a las sesiones de política monetaria.

También, señala el señor Presidente, que quiere dejar constancia que el Gerente de Mercados Financieros Nacionales señor Beltrán De Ramón Acevedo, se ha excusado de asistir a esta sesión, durante la mañana, por razones de orden personal.

A continuación el señor Presidente fija la fecha de la Sesión de Política Monetaria del mes de marzo de 2007, para el día 15 de ese mes.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 97
Política Monetaria

07.09.2006 2.-

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.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann, manifiesta que respecto al escenario internacional, la actividad externa durante el último mes evoluciona relativamente en línea con lo que se había proyectado. Agrega el señor Lehmann que los registros de inflación y de las unidades desarrolladas, así como el menor precio de los combustibles han reducido la preocupación por mayores presiones inflacionarias. Esta situación es especialmente importante en el caso de Estados Unidos de América. Comenta el señor Lehmann que este factor, en conjunto con los indicadores de actividad dan cuenta de una desaceleración, lo que ha llevado al mercado a estimar que necesariamente el proceso de alzas en esa economía, asociado a la política monetaria habría concluido. Por su parte, en Europa y Japón se mantienen las expectativas de nuevas alzas en lo que resta del año. Hace presente también el señor Lehmann, que las tasas de interés internacionales de largo plazo han caído, y ello debido, principalmente, a un menor premio por riesgo inflacionario. Agrega, que el precio del petróleo y sus derivados han disminuido en forma significativa, lo que se refleja, particularmente, en que la disminución de la prima de riesgo por abastecimiento ha disminuido. Indica el señor Lehmann, que respecto al precio del cobre, éste se muestra estable si se observa la última reunión de política monetaria. Agrega que exhibe algún alza en los últimos días, fundamentalmente por toma de posiciones de inversionistas, en línea también, con el curso que han exhibido otros productos o metales básicos.

Por otra parte, el señor Lehmann informa que respecto a Estados Unidos de América, el Índice de Gerentes de Compras ha estado más menos en línea con lo anticipado. También el índice manufacturero por encima de lo anticipado y más claramente aún en el caso del rubro no manufacturero. En cuanto a las órdenes de adquisición de bienes de capital, indica que han estado relativamente en línea con lo que se había observado los últimos meses, más bien con un alza en las últimas observaciones. Comenta el señor Lehmann que lo anterior representa una mirada de la inversión privada en los Estados Unidos de América. En cuanto al PIB de esa región asociado al segundo trimestre, dicho indicador muestra que la inversión residencial presenta una caída relativamente significativa y que los inventarios también presentan un aumento respecto a registros anteriores. Menciona también el señor Gerente de Análisis Internacional, que la confianza de los consumidores se ha ido desacelerando. Agrega que las ventas minoristas, por su parte, excluyendo automóviles, han estado relativamente en línea, sin mayores novedades respecto a meses anteriores; el consumo personal real, por otro lado, muestra una cierta recuperación, pero se mantiene más menos en línea con lo anticipado. Indica que, probablemente, lo que más ha generado comentarios por parte de los analistas es el tema de los costos laborales unitarios que en su último registro muestran un impulso leve. Manifiesta que esto estaría especialmente ligado a salarios que crecieron más de lo que se anticipaba.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann, indica que el clima de negocios en Europa se mantiene positivo, aunque muestra en el margen una desaceleración y también en lo referente a las encuestas de Gerentes de Compras. Sin embargo, la producción industrial continúa fuerte, particularmente en Alemania y Francia. También las ventas minoristas han mostrado algún dato positivo como se desprende al conocer la descomposición del PIB del segundo trimestre en Europa. Por su parte, la inversión privada mostró un aumento bastante significativo de casi 8% trimestre a trimestre anualizado.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 97
Política Monetaria
07.09.2006 3.-

Asimismo, señala el señor Lehmann que en Japón la actividad industrial se muestra positiva, y las exportaciones han ido desacelerándose naturalmente los últimos dos meses. En el caso de China, por su parte, las novedades son más bien en el margen, pero si uno observa las inversiones de activo fijo, existe una leve desaceleración estimándose, eventualmente, que las medidas que están adoptando las autoridades chinas podrían estar dando algunas señales de reacción. Agrega que el crecimiento mundial, respecto al mes anterior, se revisa marginalmente al alza, del orden de una décima y ello fundamentalmente porque China ha revisado tres décimas al alza; Estados Unidos de América dada la revisión del PIB del último trimestre también muestra una alza marginal, destacándose que en el caso de Japón se aprecia una menor percepción de expansión. En general, el crecimiento para el año 2007 se mantiene en línea con lo que se tenía previsto, o más bien hacia la baja, en una décima, respecto a lo que habíamos previsto en el mes anterior.

Por otra parte, señala el señor Lehmann, que respecto al precio del cobre, éste se ha mantenido estable durante el mes y de todos modos por sobre lo previsto. Agrega que incluso en los últimos días ha continuado subiendo en línea con otros metales, y que los futuros se encuentran marginalmente por sobre lo que se había registrado el mes anterior. Menciona también que en términos de proyecciones, considerando los registros que se han observado durante las últimas semanas, se corrige al alza la proyección promedio para este año de alrededor de US\$ 3 y para el próximo año, algo por sobre US\$ 2,75, lo anterior en línea con lo que se ha estado revisando.

Con respecto al precio de la gasolina, señala el señor Gerente de Análisis Internacional que éste ha caído de manera más marcada que el precio del petróleo, que también ha mostrado una caída, lo que en todo caso ha sido mayor que lo que se anticipaba.

Respecto a inflación, señala el señor Lehmann que los últimos datos mes a mes, han sido más bien positivos, al igual que en términos de variación en doce meses, en particular el *IPC CORE*, indicador que la FED utiliza normalmente para el diseño de su política monetaria que ha estado en alza. Agrega, que con respecto a la Zona Euro, también hemos visto una situación parecida. El IPC ha caído en variaciones en doce meses, no obstante en este caso el *IPC CORE* ha estado relativamente estable. En el caso de Japón, tal como se ha planteado, se efectuó una revisión importante en lo que se refiere a cifras de inflación, que consideraban valores que tenían como base el año 2000, que eran los que se publicaban regularmente. Sin embargo, los nuevos datos revisados de IPC e *IPC CORE* se aprecian significativamente por debajo de lo que se había indicado o publicado inicialmente.

En términos de tasas de política, señala el señor Gerente de Análisis Internacional, que en el caso particular de la Zona Euro y Japón, no se presentan cambios significativos, lo que se encuentra en línea con lo previsto en el mes de agosto. En cambio, en los Estados Unidos de América se observa un movimiento marginal hacia la baja, recogiendo también una percepción de riesgo inflacionario menor. Lo señalado en el caso particular de Estados Unidos de América, cabe indicar que hoy día la posibilidad de que en septiembre se efectúe un alza es bastante improbable. Agrega que cree que el mercado apuesta mayoritariamente a que el proceso de alza de tasa de interés en Estados Unidos de América habría concluido.

Señala el señor Lehmann que en el mes pasado, en la Zona Euro, la posibilidad que la tasa llegara en diciembre a 3,5% cayó marginalmente, y también en las semanas posteriores, acentuada por los datos de confianza de Alemania. Sin embargo, hoy en día la información se ha alineado nuevamente con la factibilidad de que la tasa termine a fines de año en la cifra mencionada.

En cuanto a las tasas de interés de largo plazo, el señor Lehmann menciona que éstas han caído. Ello ocurre tanto en Estados Unidos de América como en la Zona Euro, en que las caídas respecto al mes anterior son en torno a 15 puntos base y alrededor de 20 puntos base, de acuerdo a la información de hace un par de días atrás. Agrega el señor Lehmann, que esto se relacionaría fundamentalmente por una caída en la compensación



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 97
Política Monetaria
07.09.2006 4.-

inflacionaria, y la tasa nominal en Estados Unidos de América ha caído fundamentalmente por una percepción de preocupación respecto a inflación, que ha disminuido. Por su parte, la tasa real, en general, se ha mantenido estable o incluso algo más alta.

Comenta el señor Lehmann, que con respecto a paridades no se han presentado grandes novedades. Indica que los mismos han estado relativamente estables con una marginal depreciación del dólar ante cambios de expectativas de la política monetaria en la economía de Estados Unidos de América, igualmente en Europa y Japón. Agrega que existe bastante volatilidad en los mercados financieros; el premio por riesgo en economías emergentes tampoco presenta grandes novedades y se ha mantenido relativamente estable, marginalmente al alza, en particular en las economías emergentes. En el caso de Chile, marginalmente hacia la baja un par de puntos base, y el movimiento del *spread* chileno ha estado muy en línea con lo que ha sucedido con los *spreads* de empresas corporativas "A" en Estados Unidos de América, que se presentan estables y sin grandes movimientos.

Finalmente, el señor Lehmann menciona que los flujos a Fondos de Inversión de Cartera en economías emergentes, tal como ha estado ocurriendo en las últimas semanas, han mantenido algún grado de recuperación.

El Presidente señor Vittorio Corbo ofrece la palabra para comentarios.

El Consejero señor Manuel Marfán, comenta que le llama la atención la dispersión que se presenta respecto a las proyecciones de los analistas para el año 2007.

Al respecto, señala el señor Lehmann que en algunos casos particulares, existe un rezago en la actualización de las proyecciones. Agrega que, en general, Goldman Sachs ha estado siempre con un gran optimismo y que atendida la evidencia que se ha constado en las últimas semanas, ésta se ha alineado algo más con el resto de los analistas, pero siempre con un sesgo optimista. Indica, que le parece que existiría una fuerte incertidumbre probablemente asociada a procesos de negociaciones en algunas empresas mineras.

El Vicepresidente señor José De Gregorio, consulta que si de los gráficos que se han mostrado sobre la trayectoria del precio del petróleo en nuestro escenario del IPOM, se concluye que éste terminaría el año en US\$ 65 y cuál sería el precio actual.

En respuesta a dicha consulta, el Gerente de Análisis Financiero señor Lehmann, señala que la información entregada incorpora los últimos precios que se conocen dentro de la proyección para el mes de septiembre. Agrega, que los precios de los últimos tres días sugieren una trayectoria bastante plana para llegar a un promedio el próximo año de US\$ 68.

El Consejero señor Jorge Desormeaux, respecto de la situación de Estados Unidos de América, consulta si existe alguna discusión respecto de lo que sería la tasa neutral en dicho país.

El señor Lehmann responde al señor Consejero que no tiene conocimiento de alguna discusión al respecto, pero la percepción que existe es que ella estaría en torno a 5% y que para el próximo año los mercados están proyectando un recorte de 25 puntos base, lo que llevaría a dicha tasa a una cifra algo inferior a dicho porcentaje que uno podría estimar que sería la tasa neutral en esa economía.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 97
Política Monetaria
07.09.2006 5.-

El Consejero señor Enrique Marshall, solicita que se le aclare cuál es la situación de los *spreads* de las economías emergentes, respecto de la situación que existía con anterioridad al mes de mayo y si éstos seguirían estando por encima de lo que se indicó en esa época. El señor Lehmann señala que respecto de ese mes de mayo siguen siendo altos, pero que no han vuelto al nivel que tenían con anterioridad a ese mes.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Esteban Jadresic, comenta con respecto al escenario internacional, que le llama la atención la caída de las tasas largas en Estados Unidos de América y de Europa, con compensaciones inflacionarias a la baja. Agrega que la pregunta que surge es cuál es el origen de esta situación. Al respecto, menciona que a su parecer un elemento que contribuye a ello sería el precio del petróleo que ha caído, generando menores presiones inflacionarias en el corto plazo, lo que podría llevar a ese resultado final. Sin embargo, menciona que para el caso de Estados Unidos de América, los costos laborales unitarios han crecido y el índice BC CORE no ha continuado creciendo, pero se mantiene relativamente alto. Concluye que en esta materia existe una interrogante sobre lo que está sucediendo.

El Consejero señor Manuel Marfán consulta cuál es la proyección para Chile del World Economic Outlook para este año y por otra parte, desea conocer si existe alguna otra economía que esté mostrando un ciclo parecido al chileno y cree recordar que Brasil sería uno de ellos.

Sobre esta consulta, el señor Lehmann señala que no ha revisado la última cifra para Chile en particular, pero le parece recordar que ésta se encuentra en torno a 5,2%. Agrega que en el caso de Brasil, hubo una desaceleración el segundo trimestre particularmente importante de 5% al final de doce meses. Concluye señalando que en las economías emergentes no se ha observado un efecto similar, pero en el resto de las economías mundiales sí se ha producido.

El Consejero señor Jorge Desormeaux comenta sobre qué riesgos hace mención el Fondo Monetario para tener esta hipótesis de riesgos predominantes a la baja. Señala que, en su opinión, se debería básicamente al problema de Estados Unidos de América con el mercado inmobiliario.

El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, indica que quiere agregar un punto en el sentido que entiende que en Australia no hubo alzas de tasas y los datos al parecer fueron sorprendentemente malos.

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.

El Gerente señor Magendzo señala que la inflación anual del IPC se elevó desde valores levemente negativos a comienzos de 2004 hasta cifras en torno a 4% en septiembre de 2005, ubicándose desde entonces en la parte alta del rango meta, la incidencia del mayor precio internacional del petróleo. La tasa de política monetaria, en tanto, ha aumentado 350 puntos base desde septiembre de 2004. Este retiro gradual del impulso monetario ha favorecido una convergencia ordenada de los indicadores subyacentes de inflación hacia el centro del rango meta, manteniendo las medidas de expectativas de inflación bien ancladas. Luego de nueve trimestres de expansión de la actividad por sobre su tendencia, en los últimos meses la economía ha dado señales de un dinamismo algo menor.



Indica el señor Magendzo que hacia el futuro se espera que, en el escenario más probable, la actividad retome un mayor crecimiento y que el próximo año se cierren las brechas de capacidad remanentes. Esto, las expectativas de inflación de mediano y largo plazo alineadas con la meta de inflación, el crecimiento moderado de los costos laborales y la evidencia de efectos limitados de segunda vuelta del mayor precio de los combustibles, configuran un cuadro propicio para la estabilidad de precios. Si bien las condiciones financieras son aún ventajosas, es posible que el actual estímulo monetario no diste mayormente del que podría considerarse neutral. Agrega, que se estima que en el escenario más probable, serán necesarios incrementos adicionales de la tasa de política monetaria para mantener la inflación proyectada en torno a 3% anual. Su materialización y oportunidad, que podría dilatarse por algún tiempo, dependerá de las implicancias de la información que se acumule para la inflación proyectada.

Por otra parte, comenta que el Consejo del Banco Central de Chile aumentó la tasa de política monetaria en una ocasión (25 puntos base) desde el último *IPoM* y en 125 puntos base desde septiembre del 2005, ubicándola en 5,25%. En el escenario más probable, ajustes adicionales al impulso monetario continuarían a un ritmo más lento que el observado hasta ahora, no descartándose que el fin del proceso de ajuste esté próximo. La información acumulada da cuenta de presiones inflacionarias subyacentes acotadas, siendo además factible que la tasa de política monetaria esté más cerca de un rango de estimaciones recientes de su nivel neutral. Con todo, el señor Magendzo indica que las condiciones financieras aún son ventajosas, lo que se manifiesta principalmente en el crecimiento del financiamiento bancario de hogares y empresas.

El peso se depreció algo menos de 6% en términos reales, respecto del cierre del *IPoM* de mayo y algo por sobre 2%, respecto de septiembre de 2005. Tomando como referencia el promedio de las dos semanas previas al cierre estadístico de este *IPoM*, se estima que el tipo de cambio es coherente con sus fundamentos de largo plazo. A pesar de que los términos de intercambio son significativamente superiores de los que deberían prevalecer en el largo plazo, la capacidad que ha tenido la economía de ahorrar la mayor parte de esta ganancia transitoria —reflejada en el superávit de cuenta corriente— apoya esta evaluación. Como supuesto metodológico se considera que el tipo de cambio real no diferirá significativamente del actual hacia fines del horizonte habitual de proyección.

Comenta el Gerente señor Magendzo, que en el primer semestre del año, tal como se esperaba, la tasa de crecimiento anual de la demanda interna disminuyó, aunque con una composición algo diferente a la prevista. Por una parte, el consumo se ha mantenido dinámico, especialmente el componente importado, a pesar del significativo efecto adverso del precio de la energía sobre el ingreso de los consumidores. Se estima que este efecto no debiese repetirse el próximo año. Por otra parte, la formación bruta de capital fijo mostró una normalización más rápida que la prevista, en especial de las importaciones de bienes de capital, luego de una acumulación de *stocks* de capital relativamente abultada durante el segundo semestre de 2005. En todo caso, el nivel actual de la tasa de inversión a PIB en términos reales se mantiene en máximos históricos. Considerando los resultados de las empresas y las condiciones de financiamiento, las perspectivas para el 2007 de este componente de la demanda interna son positivas, situación que ya se advierte en un flujo importante de nuevos proyectos de obras de ingeniería.

Señala el señor Gerente de Análisis Macroeconómico, que el escenario central supone que el gasto público sigue enmarcado en la regla de superávit estructural, lo que es coherente con una expansión importante en el 2007, producto del efecto rezagado del mayor precio del cobre. Los parámetros definidos por la comisión de expertos para el presupuesto de 2007 no difieren de los contemplados en el escenario central del *IPoM* de mayo. Con ello, la fijación presupuestaria de 2007 no requeriría de acciones de política monetaria distintas de las contempladas en el escenario central de ese entonces. Del mismo modo, tampoco se espera que pueda tener efectos significativos sobre la valoración del peso. Como se ha enfatizado anteriormente, ante una política fiscal más expansiva, por ejemplo que vaya más allá de lo



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 97
Política Monetaria

07.09.2006 7.-

considerado en la regla fiscal, el nivel del peso sería menor y el de la tasa de interés, correspondientemente mayor.

Asimismo, hace presente que el valor de las exportaciones de bienes ha alcanzado niveles récord durante el año, principalmente por el alto precio del cobre, al que se ha sumado el favorable precio de la celulosa y la harina de pescado. En términos de volumen, se sigue anticipando para el 2006 un crecimiento superior al de 2005, pero algo menos dinámico que el previsto en mayo, en especial por menores cantidades de envíos mineros e industriales. El volumen de las importaciones crecería a tasas menores que las de 2005, con una composición similar a la de la demanda interna: más consumo y menos inversión. En el 2006 la cuenta corriente tendría un superávit, superando la proyección de mayo. Este superávit se explica por las magnitudes de ahorro público, que han más que compensado el ajuste del ahorro privado, mientras el crecimiento de la inversión se ha tendido a normalizar.

Señala también, que aunque el crecimiento de la actividad en el primer semestre en su conjunto fue similar al previsto, la expansión del primer trimestre fue algo mayor a la esperada y la del segundo algo menor. Con esto, el primer trimestre moderó la desaceleración que se estimaba para este período en el último *IPoM* y la aceleración prevista para el segundo trimestre. El crecimiento de la segunda mitad del año sería menor que el proyectado en mayo pasado, dada la evaluación de las cifras del primer semestre y factores puntuales en la gran minería que inciden en una menor producción de cobre. Excluidos los sectores de recursos naturales, la actividad crecería en torno a su tendencia para el año en su conjunto.

Menciona el señor Magendzo que el crecimiento del PIB proyectado para el 2006 es, en principio, algo inferior al que sugieren sus determinantes, en particular el impulso externo, el impulso financiero y la presencia de holguras de capacidad. Detrás está, por un lado, la actividad minera que, a un crecimiento relativamente bajo el presupuestado para este año, se le agregó el efecto de problemas en la producción (asociado a derrumbes y negociaciones laborales), los que inciden en cerca de 0,2 punto porcentual de menor PIB en el año. Por otro lado, hay elementos, cuya incidencia específica es difícil de precisar, que podrían explicar parte de este fenómeno, aunque no su totalidad. Entre ellos está el aumento en el costo de la energía, que además de su impacto en el ingreso disponible real de los hogares, podría haber tenido un mayor efecto sobre la producción, en particular en la industria. A lo anterior se suma una pronunciada alza y normalización de la inversión en maquinaria y equipo.

Agrega que también hay que destacar, que el actual marco de políticas macroeconómicas tiene un efecto estabilizador del ciclo bastante mayor que en épocas anteriores y al estimado previamente. Ello lleva a que la sensibilidad de la economía a variaciones en los términos de intercambio, en particular con respecto al precio del cobre, sea menor a la del pasado y a la supuesta previamente, y además con rezagos distintos. La flotación cambiaria, las condiciones de acceso a los mercados y la liquidez internacional moderan los efectos financieros de un mayor precio del cobre que parecen haberse dado en el pasado. Asimismo, este precio se transmite a través de la política fiscal con mayor rezago, a lo que se suma que la inversión en el sector minero ha sido sustancialmente menor a la observada en otros ciclos de alza de este precio.

Por otra parte, indica el señor Gerente que en el escenario central, varios de los elementos que afectaron la actividad este año se revertirían, o no se repetirían con igual intensidad. El crecimiento de la actividad en el 2007 se ubicaría, en el escenario más probable, por sobre el crecimiento de tendencia, y también por sobre el incremento de la actividad de este año, concretándose así el cierre de las holguras aún presente. En efecto, si bien se produce un cambio en el perfil de crecimiento de este y el próximo año, en promedio, el crecimiento 2006-2007 no se proyecta muy distinto al de tendencia, ni al que está implícito en el escenario central del *IPoM* de mayo. Además, se espera un repunte de la producción minera, se proyecta que no habrá un aumento adicional del precio de los combustibles, a lo que se sumará el mayor impulso fiscal que se prevé para el próximo año. No obstante, los efectos rezagados de la normalización de la política monetaria, un escenario internacional algo menos positivo y menores holguras de capacidad acotan la probabilidad de un crecimiento mucho



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 97
Política Monetaria

07.09.2006

8.-

mayor al de tendencia en el bienio 2006-07. Adicionalmente, así como no hay certeza respecto de lo que subyace tras la discrepancia entre el crecimiento del PIB de este año y lo que cabría esperar dado el comportamiento de las variables que habitualmente determinan su dinámica de corto plazo, también existe incertidumbre sobre la persistencia de estos efectos hacia los próximos años.

El crecimiento de tendencia estimado para el PIB no ha sufrido modificaciones, previéndose que está por encima de 5%. Esto, en un rango en torno al que se obtuvo del Comité de Expertos que el Ministerio de Hacienda citó para la discusión de los parámetros del presupuesto 2007, quienes prevén que el crecimiento del PIB tendencial es de 5,3%. Cabe agregar que el escenario central de crecimiento del PIB para el 2007, junto con el escenario de acumulación y utilización de los factores productivos (empleo y capital), implican un incremento moderado de la productividad de estos factores.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Magendzo menciona que el panorama global del mercado laboral, considerados los cambios en la medición efectuados este año, muestra tasas de crecimiento anual del empleo total descendentes a lo largo del 2006, en parte importante atribuibles al comportamiento de la ocupación por cuenta propia. El empleo asalariado, sigue con un crecimiento dinámico, situación que también revelan otras fuentes de información. La tasa de desocupación desestacionalizada ha caído durante los últimos dos años, desde algo más de 10% a principios de 2004 a 8,1% en julio pasado. Respecto de las holguras del mercado laboral, la nueva información apunta a que la actual tasa de desempleo —mayor que la antes conocida— supera levemente el promedio de los últimos veinte años y se encuentra algo dentro de un rango de valores estimados para la tasa natural de desempleo. Esto es coherente con el diagnóstico global de holguras de capacidad que se deduce del ritmo de crecimiento de la actividad, y que, en el escenario central, se cerrarían durante el 2007.

En cuanto a la evolución de los determinantes de corto plazo de la inflación, la tasa de crecimiento anual de las remuneraciones nominales tuvo un descenso en la información más reciente, y en general ha estado en línea con las cláusulas de indización habituales y la productividad. Las nuevas cifras de empleo del INE también han permitido reevaluar la evolución de los costos laborales unitarios, los que actualmente configuran un panorama de presiones inflacionarias subyacentes coherente con el centro del rango meta y más benignas que las observadas anteriormente. Por otro lado, más allá del precio de los combustibles, los costos de bienes importados han aumentado en lo más reciente, sin configurar una presión inflacionaria capaz, por sí sola, de alterar la convergencia de la inflación al centro del rango meta.

Indica el señor Gerente mencionado, que en los últimos meses, la inflación anual del IPC se ha ubicado en la parte alta del rango meta, reflejando las alzas del precio del petróleo y de sus derivados. La inflación anual del IPCX1, en tanto, se ha mantenido por debajo de 3%, con una velocidad instantánea anualizada que ha sido menor que 2,5% en los últimos seis meses. Hasta ahora, no se observan efectos de segunda vuelta significativos asociados a los aumentos del precio del petróleo sobre la inflación, adicionales a los que se esperaban de los canales habituales de tarifas y precios indizados.

Finalmente, menciona que en el corto plazo, la inflación anual del IPCX1 seguirá acercándose lentamente hacia el 3%, superando levemente este valor durante el 2007 y volviendo a ubicarse cercano a él hacia fines del horizonte de proyección. Detrás de ello está el cierre previsto de las holguras de capacidad aún presente, costos laborales unitarios alineados con el centro del rango meta y un tipo de cambio real que no diferiría de los niveles observados en lo más reciente. Luego de algunos vaivenes de muy corto plazo por efectos de base de comparación, la inflación del IPC se mantendría en la parte alta del rango meta por algunos trimestres más, debido al mayor precio en pesos de los combustibles comparado con el escenario previsto en mayo. Este último tendría su principal impacto sobre la inflación en lo que queda del 2006 y la primera mitad de 2007. A partir de ahí, se espera una convergencia a su precio considerado de largo plazo, lo que lleva a una inflación proyectada del IPC menor, en



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 97
Política Monetaria
07.09.2006 9.-

promedio, que la del IPCX1 el 2008. Este escenario está incorporado en las expectativas privadas, las que solo consideran un aumento transitorio de la inflación anual del IPC. Así, para fines del horizonte de proyección, la inflación anual del IPC estaría en torno a 3%.

Siendo las 12:15 horas, se retira de la Sesión de Política Monetaria el señor Ministro de Hacienda Subrogante, don Alberto Arenas de Mesa.

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

En el tema del mercado financiero, el Consejero señor Manuel Marfán consulta si en el tipo de cambio real se reestimó el rango que se considera de equilibrio atendido los nuevos precios de largo plazo, cuáles serán los valores; y, cuál sería el nuevo rango.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señala que no tiene en este instante la información entregada con anterioridad, pero según lo que recuerda se estaría dentro del rango que se consideraba de equilibrio. El Presidente señor Vittorio Corbo señala que el promedio de los últimos 15 años ha sido 93,8%.

Ante un comentario del Gerente señor Magendzo, sobre el Índice de Percepción Económico (IPEC) que muestra una caída adicional en las expectativas de los consumidores, el señor Presidente comenta que ello podría resultar en una aceleración de la producción de los meses que siguen para rehacer inventarios. Sobre el particular, el señor Magendzo señala que se cuenta con poca información sobre ese tema, y que no está en los últimos planes de producción que se entregaron. Sin embargo, el supuesto que se está trabajando para la proyección de corto plazo es que existe cierta recuperación de stocks en los meses siguientes.

El Gerente señor Magendzo señala que le parece interesante mostrar algo de lo que son los datos sectoriales, con la moderación que muestra el Instituto Nacional de Estadísticas (INE). Agrega que en esta información se aprecia que el empleo industrial tanto en los datos de dicho Instituto como en los de la Sociedad de Fomento Fabril (SOFOFA), muestran una recuperación importante en las tasas de variación, considerando que a finales del año pasado o a principios de año estuvieron más bien bajas. Indica que la Asociación Chilena de Seguridad (ACHS) tiene una dinámica más bien hacia la baja, aunque en los últimos datos se produce un repunte.

Consulta el Consejero señor Marfán cómo se explica que la industria, que es el sector aparentemente más afectado con una segunda vuelta, salvo por los shocks específicos de la minería, aparece tan afectada en PIB y tan dinámica en empleo.

El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, respondiendo al Consejero señor Marfán, indica que el empleo no es tan dinámico, en las cifras de la SOFOFA. En la información del INE, se presenta un crecimiento, pero señala que en doce meses no sabemos cuáles serían esos niveles. Concluye que, en su opinión, en el empleo habría un mayor dinamismo.

El Gerente señor Igal Magendzo señala que lo más extraño ocurrió en el año 2005, con la dinámica que tuvo el empleo industrial, y ahora durante 2006 ha vuelto a niveles más comparables con los existentes con anterioridad.



El Gerente de División Política Financiera señor Pablo García, comenta sobre este tema, que más allá de la coyuntura de los últimos meses, quizás lo más notable es el hecho que en los últimos años se ha acumulado un crecimiento industrial bastante significativo y el empleo en lo esencial no ha subido. En su opinión, en la coyuntura podría estarse observando una cierta reversión de ese fenómeno.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señala que en cuanto a los datos del INE relacionados con la construcción, se aprecia una tendencia a aumentar el número de personas empleadas en ese sector. Agrega que en cuanto a la tasa de desempleo, éste ha tenido una caída bastante prolongada, llegando a tasas de 8,1%, desestacionalizadas en la última información y la tasa de participación, después de alcanzar rangos bastante elevados durante el año 2005, en que llegó casi a un 56%, hoy está alrededor de 55%.

El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, hace presente que quiere dejar constancia que estos datos aún no son de carácter público, y recién se van a conocer con el IPOM de septiembre. Agrega el señor Valdés que el INE autorizó al Banco Central de Chile para incluir estos datos en el citado Informe.

Con respecto al costo de la mano de obra, el Gerente de Análisis Macroeconómico señala que se aprecian en los datos tasas de variación que son menores en julio de 2006 que los que se apreciaban en las informaciones anteriores. Sin embargo, al apreciar las velocidades no resulta tan dramático. Por su parte, señala que los costos laborales unitarios no muestran grandes cambios con respecto a las tasas de variación que se apreciaban en los últimos meses. Agrega que llama la atención el aumento de los costos laborales unitarios al excluir el empleo agrícola y ello se produciría porque dicho empleo está presentando una dinámica algo distinta a la de años anteriores. El Consejero señor Manuel Marfán comenta que los comentarios respecto a la situación del empleo agrícola sería válido si el indicador de salarios que está en los gráficos que se muestran, incluyera salarios agrícolas, pero como no los tiene, si se despeja de ese denominador cualquier sesgo de empleo agrícola, entonces el indicador de costos laborales unitarios sin ese empleo, debiera ser más bien insesgado por esa sola causa.

Respecto a los comentarios del Gerente de Análisis Macroeconómico sobre las correcciones del IPC, el Consejero señor Manuel Marfán señala que en este tema hay elementos de juicio que son válidos y que no quiere restarles validez, pero que debe reconocerse que también existen otras opciones alternativas. En consecuencia, tiene la impresión que en la parte no explicada de la inflación, de la sorpresa que constituye el IPCX1, como nos sorprendió, suponemos que habría mucho de rebote, porque ese fenómeno resulta anómalo. Por otra lado, en la parte no explicada del PIB, en cambio, suponemos poco rebote. Agrega, que con este comentario solamente quiere dejar constancia de la diferencia de criterio que se utiliza entre un caso y otro.

El Consejero señor Enrique Marshall consulta respecto de la consistencia que se observa entre la evolución del empleo asalariado y la evolución de la actividad para la industria. Agrega que le llama la atención, ya que tiene la impresión que el empleo asalariado es más consistente que la evolución de la actividad. Le parece al señor Consejero que puede haber rezagos normales, que también pueden ser parte de los temas de producción, el mantenimiento de plantas, pero en general cree que las cifras, especialmente del empleo por cuenta propia, son difícil de explicar.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 97
Política Monetaria
07.09.2006 11.-

El Gerente señor Igal Magendzo señala que efectivamente esas cifras han sorprendido, más bien del empleo asalariado por su alta tasa de crecimiento, que en Informes de Política Monetaria anteriores se había dicho que se esperaba una reducción de la tasa de crecimiento de ese empleo, atendido lo que sucedía con la actividad y también las holguras del mercado se iban cerrando.

El Presidente señor Vittorio Corbo señala sobre este tema, que también existe el hecho que aunque puede haber un problema de que las holguras no son tan grandes en el mercado laboral, también suceda que está cambiando la composición del empleo por cuenta propia a empleo formal.

El Gerente de División Estudios comenta que también existe en general un problema respecto a la calidad de las cifras de empleo que no es buena.

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

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 97.

Se incorpora a la sesión el Ministro de Hacienda Subrogante, don Alberto Arenas de Mesa.

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

El señor Gerente de División mencionado informa lo siguiente:

En la reunión de política monetaria de agosto, el Consejo decidió mantener la tasa de interés de política monetaria en 5,25% anual, luego de haberla aumentado 25 puntos base el mes anterior. Señala que en la decisión se consideró que el crecimiento de la actividad en el segundo trimestre era menor que lo esperado y que el aumento del ritmo de crecimiento contemplado para el segundo semestre sería inferior al estimado anteriormente. Ello, a pesar de que la demanda interna moderaba su tasa de crecimiento en el segundo trimestre, en línea con lo esperado. Por su parte, la inflación del IPC seguía en la parte alta del rango meta, debido principalmente al mayor precio de los combustibles, mientras las medidas de inflación subyacente, otros indicadores de la tendencia inflacionaria y los distintos indicadores de expectativas de inflación de mediano y largo plazo continuaban en torno a 3%. Además, indica el señor Valdés, que se ratificó que, en el escenario más probable, seguía siendo necesario hacer ajustes pausados a la tasa de política monetaria, pero que su frecuencia podía disminuir respecto de los últimos trimestres.

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

- En Estados Unidos de América, continúan los signos de desaceleración en el crecimiento, de acuerdo con lo anticipado, y se mantienen los riesgos de un ajuste más pronunciado debido, entre otros factores, al comportamiento del sector inmobiliario. Al mismo tiempo, se han atenuado en algo las preocupaciones por el aumento de las presiones inflacionarias. Se desprende que los mercados asignan una baja probabilidad a nuevas alzas de la tasa de interés de la FED, mientras el retorno del bono a 10 años en Estados



BANCO CENTRAL DE CHILE

Unidos de América ha disminuido cerca de 20 puntos base en el último mes (y 50 puntos base desde fines de junio). Otras zonas mantienen o incluso han intensificado su dinamismo, especialmente Asia. Con ello, las proyecciones para el crecimiento mundial aumentan marginalmente para el 2006 desde la reunión anterior. El precio del cobre se ubica en torno a US\$ 3,5 por libra, marginalmente menos que hace un mes, y el precio del petróleo ha descendido casi 10%, para situarse por debajo de US\$ 70, caída que es aún más marcada para los derivados.

- En el ámbito interno, las tasas de interés han disminuido, tanto en la parte corta como en la parte larga de la curva de rendimiento. No hay grandes novedades en las tasas de crecimiento del crédito y del dinero; las primeras siguen elevadas. El peso mostró una leve apreciación respecto del dólar (1%), que también se registra en términos multilaterales. El tipo de cambio real se mantiene estable, cerca de 94 (con base 100 en 1986).
- En julio, la actividad creció 4,2%, sin un efecto calendario significativo. Esta cifra es aproximadamente 1 punto porcentual menor que la que se esperaba hace un mes. Su evaluación, unida al desempeño proyectado para la minería en el tercer trimestre, configura un escenario de crecimiento de corto plazo más lento que el considerado en la reunión anterior. La industria sigue registrando cifras de crecimiento bajas, a lo que se suma una expansión más acotada del comercio. Se espera que este menor dinamismo siga en los próximos dos meses por la incidencia de minería e industria. En cambio, las cifras más recientes de inversión en maquinaria y equipos revelan que su rápida normalización podría estar concluyendo.
- El crecimiento anual de los salarios nominales disminuyó hasta cerca de 5%, lo que apunta hacia una inflación futura del IPCX1 relativamente baja. El empalme disponible de las cifras del mercado laboral muestra que la tasa de crecimiento del empleo continúa disminuyendo (aunque el componente asalariado crece sostenidamente a un ritmo estable) y que la tasa de desempleo se ha reducido.
- La inflación del IPC de junio se ubicó dentro de lo esperado (3,8% anual), pero el IPCX1 estuvo bastante por debajo (2,4% anual). Esto último, junto a la caída de los combustibles, modifican a la baja el panorama de inflación de corto plazo. Las medidas alternativas de la tendencia inflacionaria mostraron una pequeña baja y las expectativas han tenido una leve disminución, pero siguen cerca de 3%.

Agrega el Gerente de División Estudios señor Valdés, que con los antecedentes disponibles, se justifica solamente la opción de mantener la tasa de política monetaria en esta reunión. Señala que en particular, las proyecciones preparadas para el *Informe de Política Monetaria* de septiembre consideran que, en el escenario más probable, el cierre de las holguras de capacidad se postergará para fines del próximo año. La inflación subyacente IPCX1 mostrará un leve aumento durante los próximos dos años, mientras la inflación del IPC disminuirá hacia el centro del rango meta, ayudada por la disminución materializada y proyectada de los precios de los combustibles. Todo esto ocurriría bajo los supuestos de mantención de la tasa de política monetaria por varios trimestres - para recién en el cuarto trimestre del próximo año aumentarla gradualmente - y de un tipo de cambio real que no sufre mayores variaciones.

Menciona el señor Valdés que, habitualmente, un ejercicio completo de proyecciones de corto y mediano plazo provee poco espacio para argumentar a favor o en contra de opciones distintas a los cambios de tasa de política monetaria implícitos en las mismas. En esta oportunidad, el supuesto de una mantención prolongada de la tasa de política monetaria y el resultado de que con este supuesto la inflación se ubicaría en torno a 3% en el horizonte de política, dejan aun menos espacio para considerar alternativas a la mantención. En la práctica, en el escenario central no hay decisiones que adelantar o atrasar. Indica el señor Valdés que en concreto, se proyecta un crecimiento del PIB de 4,7% para el año 2006 y



BANCO CENTRAL DE CHILE

de 5,6% para el 2007, y una inflación promedio de 3,7% el 2006 y de 3,4% el 2007. A 12 y 24 meses la inflación IPC se proyecta en 3,3% y 3,0%, respectivamente.

Agrega el Gerente de División Estudios, que los principales riesgos tampoco dan un sesgo claro para la política, en caso de estimarse conveniente evaluar movimientos preventivos de la tasa de política monetaria. En particular, el persistente riesgo analizado durante los últimos meses de que las alzas del precio internacional del petróleo tendrían efectos de segunda vuelta sobre la inflación IPC y sobre las expectativas de inflación, no sólo no se ha materializado, sino que además el precio del petróleo ha disminuido considerablemente durante los últimos días. Asimismo, indica el señor Valdés que el riesgo asociado a una eventual expansión fiscal el próximo año por encima de lo contemplado en escenarios previos ha disminuido.

En el lado opuesto, si bien el crecimiento de la actividad se ha visto más lento, hay varios elementos que juegan en contra del riesgo de que este escenario de bajo empuje persista el próximo año. En particular, el escenario externo sigue favorable, las condiciones financieras aportan tracción al gasto interno y los factores adversos que podrían explicar el menor crecimiento actual no deberían repetirse el año 2007.

Por último, hace presente el señor Valdés que cabe señalar que las expectativas de que se mantendrá la tasa de política monetaria son prácticamente unánimes para esta reunión. Hacia delante, sin embargo, menciona que la trayectoria de tasas de interés supuesta en el escenario central es diferente al implícito durante las últimas dos semanas en los instrumentos financieros. En particular, estos precios suponen alzas en la tasa de política monetaria relativamente pronto. Agrega el señor Valdés, que ello podría dar cuenta de la necesidad de modificar el comunicado de la Reunión de Política Monetaria en lo relativo al sesgo que tendrá la política monetaria, luego de dos reuniones en que se explicita que las pausas podrían ser más prolongadas que en el último tiempo.

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

El Gerente de División Política Financiera señor Pablo García, señala que comparte plenamente la opinión de la Gerencia de División Estudios en el sentido que la única opción para hoy es la mantención de la tasa de política monetaria, principalmente por el escenario de proyección que apunta a que se sostendría en un nivel muy cercano al actual, por un período bastante más prolongado que el previsto con anterioridad.

Agrega el señor García que, desde otro punto de vista, los antecedentes más recientes, tanto en Chile como en el mundo, también comienzan a avizorar que los riesgos para la trayectoria de la política monetaria se encuentran hoy bastante más balanceados que hace sólo un mes atrás. Las sorpresas inflacionarias subyacentes, la caída del precio de los combustibles y el ritmo general de expansión económica tanto en Chile como en economías importantes, todo en un contexto de anclaje notable de las expectativas de inflación, indica que no se puede descartar que el proceso de normalización haya llegado a su fin y que los movimientos a futuro serán peculiarmente sensibles a la acumulación de noticias. Hace presente el señor García, que la Gerencia de División Estudios correctamente indica esto en las opciones, al sugerir que se requiere una modificación del sesgo del comunicado de prensa.

Finalmente, el Gerente de División Política Financiera indica que en la coyuntura actual, podría ser conveniente mencionar que el ritmo de normalización se retomará en la medida que se acumulen antecedentes que confirmen que el cierre de brechas y el traspaso del precio del petróleo están incidiendo la trayectoria subyacente y las expectativas de inflación.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Gerente de División Operaciones Financieras, señor Esteban Jadresic señala que está de acuerdo con la recomendación que ha planteado la Gerencia de División Estudios. Manifiesta el señor Jadresic, que la combinación de antecedentes que se han visto apuntan todos en la dirección de que existen presiones inflacionarias acotadas por debajo de lo que se esperaba. Agrega el señor Jadresic, que mirando la inflación subyacente, los salarios, las expectativas de inflación, el crecimiento y el precio del petróleo, todos están en esta misma dirección y más aún si hay que tomar en cuenta que con una menor inflación esperada, por ese sólo hecho implica que la mantención de la tasa de política monetaria actual, lleva a una tasa real más alta que la que se produciría en caso contrario. Agrega también el señor Jadresic, que tal como lo ha manifestado el Gerente de División Política Financiera señor García, suscribe la sugerencia de cambiar en el comunicado de prensa lo que se ha afirmado en los últimos meses, en cuanto a que en el escenario más probable seguirán requiriéndose aumentos en la tasa de interés en los próximos trimestres y hacerlo coherente con lo que se ha venido discutiendo en el *IPoM*, en el sentido de que en los próximos trimestres ese ya no sería el caso. Señala el señor Jadresic, que a más largo plazo se sigue previendo una tasa de política monetaria neutral más alta. Sin embargo, si se quiere dar a conocer, cree que perfectamente podría hacerse a través de comunicar explícitamente que la evaluación del Consejo del Banco es que la política monetaria sigue siendo expansiva. También le parece que ello es coherente con las estimaciones de más largo plazo, respecto a la tasa de política monetaria neutral, lo que ayudaría a indicar la contribución indirecta del Banco Central para hacer ver su preocupación por la inflación.

El Ministro de Hacienda Subrogante, señor Alberto Arenas de Mesa, señala que quiere recalcar tres elementos claves para la construcción de la estrategia de política monetaria que se adoptará en el día de hoy. Indica el señor Ministro Subrogante, que en primer lugar es un hecho que la economía ha experimentado un desempeño en términos de producto menos dinámico que el esperado hace apenas unos meses. En segundo lugar, hace presente que la información que se presentaba en la reunión de la mañana muestra claramente que la inflación subyacente se ha mantenido muy acotada, incluso por debajo de lo esperado previamente a pesar de los mayores precios del petróleo. Agrega, que tanto en materia de actividad como en materia de inflación parece estarse verificando hoy un escenario distinto al de proyecciones relativamente recientes realizadas por el Banco Central. En tercer lugar, manifiesta el señor Ministro de Hacienda Subrogante, que la sensación indica que hoy existe más espacio para avanzar de modo más decidido en el proceso del cierre de brechas. El señor Arenas hace presente, que todos estos elementos tienen importantes implicancias para esta decisión y también para la información que se entregue al mercado a través del comunicado de prensa. Asimismo, señala que la tarea de comunicar la decisión de política monetaria es especialmente relevante en la actual coyuntura, dado que la evaluación realizada indica un cambio relevante en el escenario macroeconómico y dado que las proyecciones del mercado contemplan una evolución futura para la tasa de política monetaria que no es congruente con este nuevo escenario. Finalmente, señala el Ministro de Hacienda Subrogante señor Arenas, que tal como lo mencionó el Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, en su Minuta de Opciones, es necesario que el Consejo dé una clara señal en esta dirección en su comunicado de prensa. Por último, indica que el mensaje debería ser claro aunque las condiciones requieren explicitar que el proceso de normalización monetaria estaría llegando a su fin.

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 las noticias del último mes han confirmado las tendencias visualizadas en la última reunión; el entorno económico externo mantiene un sello favorable; y el crecimiento global sigue siendo vigoroso. Sin embargo, se comienzan a observar signos que permiten visualizar una trayectoria más moderada hacia adelante. Señala el Consejero señor Marshall que en esa perspectiva, la noticia más importante es la



BANCO CENTRAL DE CHILE

desaceleración gradual en los Estados Unidos de América, que por el momento se ha visto compensada por un mayor crecimiento en otras regiones. Agrega, que este movimiento ha sido bien recibido por los mercados financieros, los que han mostrado una mayor estabilidad. Con todo, la preocupación por la inflación y los ajustes de tasa permanece presente, si bien se ha atenuado.

Indica el Consejero señor Marshall, que las condiciones financieras para los países emergentes mantienen un signo positivo, pero son menos ventajosas que las prevalecientes hasta antes del ajuste de mayo pasado, especialmente si consideramos los premios soberanos.

Por otra parte, menciona que el precio del cobre ha fluctuado en un rango conocido, exhibiendo un alza en los últimos días. El precio del petróleo ha experimentado un ajuste hacia abajo en lo más reciente, observando registros por debajo de los US\$ 70 el barril.

En el ámbito interno, indica el Consejero señor Marshall que las condiciones financieras siguen siendo ventajosas, si se considera la evolución de los agregados crediticios. Las tasas largas y, en particular, las nominales se han ajustado a la baja. Agrega el señor Consejero, que el peso ha fluctuado en un rango ya conocido, registrando una leve apreciación respecto de la reunión anterior. Señala asimismo, que la demanda agregada se ha desacelerado, tal como se esperaba, pero con una menor incidencia en el crecimiento de parte de la inversión y una mayor de parte del consumo. Indica también, que las expectativas de las empresas y los consumidores permanecen por debajo de los niveles observados a fines del año pasado y principios de éste. Agrega el Consejero señor Marshall, que el crecimiento en el primer semestre no fue distinto del esperado, pero sí su trayectoria, con un segundo trimestre más débil de lo previsto. El Imacec de julio sorprendió al observar una variación anualizada del 4,2%. Señala que éstos y otros antecedentes disponibles indican que la trayectoria para el año estaría por debajo de la visualizada con anterioridad.

Indica, que las nuevas cifras del INE muestran una disminución de la tasa de desocupación, pero un crecimiento del empleo más lento que el informado con anterioridad. Dichas cifras también indican una desaceleración del empleo en el curso de este año, si bien el componente empleo asalariado sigue mostrando un relativo dinamismo. Por su parte, los costos salariales exhiben tasas de variación moderadas, con un descenso en los últimos meses. Todo ello resulta concordante con la evolución de sus factores determinantes.

Hace presente el señor Consejero, que en materia de inflación, la variación del IPC de agosto estuvo dentro de lo esperado. Con ello, la inflación en doce meses se mantuvo en la parte alta del rango meta y, las proyecciones indican que la inflación total, más allá de algunas fluctuaciones estadísticas, se mantendrá en la parte alta de dicho rango por algún tiempo, para luego converger al centro de éste.

Asimismo, indica el Consejero señor Marshall, que las medidas de inflación subyacente del último mes estuvieron por debajo de lo esperado y muestran variaciones en doce meses moderadas, los indicadores de tendencia se mantienen acotados, en tanto las expectativas de inflación siguen ancladas en torno al 3%.

Señala el señor Consejero, que en suma las principales tendencias que se advierten son una desaceleración de la demanda, especialmente, en su componente inversión; una trayectoria de la actividad más débil que la proyectada; un cierre de las holguras de capacidad más lento que el previsto; y una inflación bien contenida.

Hace presente el señor Consejero que en este contexto, la única opción plausible es mantener la tasa en su actual nivel. Indica, que en su opinión, es lo único que se colige lógicamente de los antecedentes analizados.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Finalmente, señala el Consejero señor Marshall que también resulta importante observar que, según estimaciones recientemente efectuadas, la tasa de interés neutral se ubicaría en un nivel más bajo que el contemplado hasta ahora. Indica que con ello, la tasa de política monetaria se encontraría actualmente más cerca de su nivel neutral, lo que lleva a plantear que los ajustes, aún considerados como necesarios en un horizonte de mediano o largo plazo, podrían resultar bastante más distanciados en el tiempo que lo previsto con anterioridad. Estima el señor Consejero, que los riesgos asociados a la decisión de mantener la tasa son bajos. Un antecedente adicional importante es que el mercado, prácticamente sin excepción, espera una pausa en esta oportunidad. Asimismo, menciona que no obstante esta coincidencia, es importante transmitir con claridad al mercado la orientación hacia delante de la política monetaria que supone nuestro escenario central.

En virtud de lo señalado, el Consejero señor Marshall vota por mantener la tasa de política en su actual nivel de 5,25%.

El Consejero señor Manuel Marfán, agradece el análisis del *staff* y señala que hace suyo el contenido de la Minuta de Opciones de Política Monetaria que ha presentado la Gerencia de División Estudios. Agrega el señor Consejero, que coincide con todo lo que allí se menciona. A ello sin embargo, agrega dos consideraciones. En primer lugar, en el orden de rangos de crecimiento en el escenario central, que sea inferior al que en principio contendría el próximo *IPoM*, requeriría a su juicio, evaluar la acción de una eventual reducción en la tasa de política monetaria, pero en la medida en que un escenario de crecimiento especialmente para este año sea más desfavorable, se incluya más bien en el balance de riesgos que en el escenario central. Manifiesta también que está de acuerdo con el tono y con todos los matices que considera la Minuta de Opciones. En segundo lugar, cree que es importante que el mensaje del Banco sea claro respecto de mantener en el escenario central inalterada la tasa de política monetaria durante un horizonte no corto. Sin embargo, en principio, le parece que no sería conveniente introducir innovaciones mayores en el comunicado de prensa con respecto al de la reunión de política monetaria anterior. Indica el Consejero señor Marfán, que la coyuntura actual es lo suficientemente compleja como para justificar que se espere hasta la presentación del *IPoM* de la próxima semana, para dar al mercado los mensajes en forma bastante más detallada. Agrega, que la coyuntura no resiste entrar en disquisiciones tan resumidas como las que requiere el comunicado de prensa en esta oportunidad.

En virtud de lo señalado, el Consejero señor Marfán vota por mantener la tasa de política en su actual nivel de 5,25%.

El Consejero señor Jorge Desormeaux, señala que como ha destacado la Gerencia de División Estudios, cuyo contenido comparte en su plenitud, esta reunión se produce después de que en la efectuada previamente se anunciara que los futuros ajustes de la tasa de política monetaria podrían ser menos frecuentes que en el pasado. Indica el señor Consejero que los últimos desarrollos en el plano tanto externo como interno han reforzado este diagnóstico.

Hace presente el Consejero señor Desormeaux que en el plano internacional, pese a la anticipada desaceleración del crecimiento mundial, éste no se ha resentido gracias al mayor dinamismo que han mostrado otras áreas, particularmente el Asia. Pero desde el punto de vista de las presiones inflacionarias, el desarrollo más importante ha sido la caída experimentada por el precio del petróleo y la gasolina. Señala el señor Consejero, que ello reduce tanto las presiones presentes y futuras de precios, así como los riesgos de efectos de segunda vuelta.

En el plano interno, indica el señor Consejero que los desarrollos más recientes apuntan también en la dirección de menores presiones inflacionarias. El bajo crecimiento de la actividad de julio, 4,2%, unido al impacto del menor crecimiento esperado de la minería en el tercer trimestre, sumado a una inesperada debilidad de la industria, llevan a corregir a la baja,



BANCO CENTRAL DE CHILE

las proyecciones de crecimiento del segundo semestre. Señala el Consejero señor Desormeaux que por otra parte, la brusca desaceleración de la inversión observada el segundo trimestre pareciera estar dando las primeras señales de normalización. Ello, en su conjunto, apunta a un cierre mucho más gradual de holguras de capacidad, y por lo tanto, de menores presiones inflacionarias. Estos desarrollos se han visto acompañados a su vez por una moderación en el crecimiento de los salarios, lo que apunta a una tendencia inflacionaria acotada en los meses futuros. En tanto, las expectativas de inflación se muestran firmemente ancladas en torno a 3% y la inflación subyacente IPCx1 evoluciona por debajo de lo esperado. Hace presente el señor Consejero, que con estos antecedentes entonces, se refuerza el diagnóstico de la reunión anterior, y la opción de mantener la tasa de política monetaria aparece como la decisión más apropiada. Ello coincide además, con las expectativas de la unanimidad del mercado.

Finalmente, el Consejero señor Desormeaux señala que coincide con la Gerencia de División Estudios, en que el comunicado de prensa que dé cuenta de esta decisión debe poner énfasis en la dirección de la política monetaria en el futuro cercano, a la luz de estos nuevos acontecimientos.

En consecuencia, el Consejero señor Desormeaux vota por mantener la tasa de política en su actual nivel de 5,25%.

El Vicepresidente, señor José De Gregorio indica que el escenario macroeconómico, en particular la evolución de la economía nacional, ha estado cambiando significativamente en el último par de meses. Señala el señor Vicepresidente, que en especial la actividad económica se ha estado expandiendo a tasas menores de lo que se esperaba. Por su parte, las presiones inflacionarias han cedido. Hace presente que a esto se debe agregar el escenario de menor precio del petróleo que se ha observado en los últimos días que, de persistir, debería reducir aún más las presiones inflacionarias.

Por lo tanto, señala el señor Vicepresidente que coincide que la opción más adecuada en el día de hoy es mantener la tasa de interés en 5,25%. Cree, sin embargo, que las últimas novedades en materia de inflación y actividad es que estamos muy cerca, si es que no hemos llegado, del fin del proceso de retiro gradual del impulso monetario. Sin embargo, le parece que es prematuro dar por finalizado este proceso, pero ciertamente, en su opinión, se avecinan más pausas. Agrega el señor Vicepresidente, que la política monetaria ha sido capaz de controlar las presiones inflacionarias que se observaban hace un año atrás y, por lo tanto, la conducción de la política monetaria, que ha permitido a la inflación situarse en el rango de 2% a 4% la mayor parte del tiempo, ha sido apropiada. No obstante, a su juicio, hoy día se ha entrado en una fase donde nuestra estrategia original de retiro gradual del impulso monetario debería cambiar hacia un sesgo más neutral, donde probablemente se pueda volver a subir la tasa de interés para cumplir nuestro objetivo inflacionario, pero esto no tiene el grado de certidumbre que existía hasta hace un par de meses atrás. Menciona el señor Vicepresidente que ciertamente, si la actividad retoma un ritmo más ascendente, es probable que se deba volver a subir la tasa de política monetaria.

Finalmente, el Vicepresidente señor José De Gregorio señala que vota por mantener la tasa de política monetaria en 5,25%, e indica que debe comunicarse que se está entrando en una nueva fase de la política monetaria.

El Presidente señor Vittorio Corbo adhiere a las felicitaciones que se han efectuado por el análisis de la Gerencia de División Estudios. Agrega que el escenario externo para Chile sigue muy auspicioso en cuanto a actividad y condiciones financieras, aunque datos recientes para Estados Unidos de América ratifican los riesgos previstos de su desaceleración. Los dos riesgos antes identificados de mayor desaceleración, producto del comportamiento del mercado inmobiliario, con mayores presiones inflacionarias de un mercado laboral más estrecho (moderación en la creación de empleos y repunte en los costos laborales unitarios),



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 97
Política Monetaria
07.09.2006 18.-

siguen presentes. El mercado pondera más las cifras del rubro inmobiliario y de empleo y sus efectos en la moderación del crecimiento de la actividad, por lo que anticipa que el FED mantendrá la tasa de política en la próxima reunión del FOMC. Sin embargo, indica el señor Presidente, que las otras áreas del mundo siguen disfrutando de muy buenas condiciones económicas, especialmente Europa y Asia emergente, las que en su conjunto compensan el deterioro en el escenario estadounidense.

Indica el señor Presidente, que en cuanto al precio del petróleo y derivados, las recientes caídas contribuyen a un ambiente externo positivo.

Menciona el señor Presidente, que en el escenario interno, los registros más bajos de lo esperado en las distintas medidas de inflación subyacente, junto con una inflación IPC aparentemente más benigna y que se benefició de la corrección del precio de los combustibles – aunque todavía en la parte superior del rango meta - presentan un panorama de precios contenidos, que incluso podrían converger más rápido de lo esperado al centro del rango meta. Señala el señor Presidente, que las expectativas de inflación, por su parte, siguen ancladas en torno al centro del rango meta, aunque con leves disminuciones y las distintas medidas de tendencia inflacionaria reducen su velocidad.

En relación a las condiciones financieras, manifiesta el señor Presidente que se mantienen ventajosas, continúa la desaceleración del crecimiento de la demanda interna, aunque igual crece algo por encima de la proyección del último *IPoM*, con un mayor dinamismo del resto de la demanda interna (consumo total más variaciones de existencias) y uno menor de la inversión.

Indica el señor Presidente, que en contraste, la actividad sigue mostrándose más débil que lo anticipado dados los buenos fundamentos económicos, influido en parte por factores de oferta de los sectores de recursos naturales y por los efectos en los costos de producción de las restricciones al uso industrial de gas natural y los mayores precios de los combustibles. Los antecedentes disponibles siguen apuntando a que en el segundo semestre el crecimiento del PIB y de la demanda interna serían algo inferiores a los previstos en el último *IPoM*. Sin embargo, si las buenas perspectivas de crecimiento mundial se mantienen; el precio de petróleo permanece a los niveles recientes o incluso desciende más; el dinamismo de la demanda interna se reactiva por el aumento del gasto público financiado con el aumento en su ingreso permanente; y, los problemas puntuales en la minería se revierten, se puede esperar que la actividad retome niveles de crecimiento mayores.

Agrega el señor Presidente, que en este contexto, lo más razonable es mantener la tasa de política monetaria y enfatizar nuestro compromiso con seguir observando la evolución de la actividad y precios y su implicancia sobre la inflación proyectada, reafirmando la idea de que es posible que la tasa actual de política podría mantenerse en los niveles actuales por un período prolongado de tiempo.

Por lo anterior, el Presidente señor Corbo vota por mantener la tasa de política monetaria en 5,25%.

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

97-01-060907 – Tasa de Política Monetaria.

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 97
Política Monetaria
07.09.2006 19.-

Comunicado

"En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 5,25% anual.

El entorno externo relevante para la economía chilena se mantiene favorable. Las condiciones financieras internacionales siguen ventajosas, el precio del cobre continúa elevado y el del petróleo ha descendido de manera significativa en los últimos días.

Pese a que el consumo continúa expandiéndose con relativa fuerza, la actividad sigue mostrando un dinamismo menor que el proyectado. Con todo, el empleo asalariado continúa aumentando, mientras el desempleo se reduce gradualmente. Las tasas de interés de mercado en general han disminuido y las condiciones financieras internas se mantienen favorables.

La inflación del IPC continúa en la parte alta del rango meta, debido principalmente 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) han estado por debajo de lo proyectado, en torno a 3% y 2,5%, respectivamente. Asimismo, otros indicadores de la tendencia inflacionaria muestran una leve declinación. Las presiones de costos están bien contenidas. Las distintas mediciones de expectativas de inflación continúan ancladas en torno a 3% en el horizonte habitual de política.

El Consejo estima que, en el escenario más probable, serán necesarios incrementos adicionales de la tasa de interés para mantener la inflación proyectada en torno a 3% anual. Sin embargo, su materialización podría dilatarse por un tiempo prolongado. Ello dependerá de la información que se acumule y su implicancia sobre la inflación proyectada."

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

JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Vicepresidente

VITTORIO CORBO LIOI
Presidente

MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Consejero

ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero

ALBERTO ARENAS DE MESA
Ministro de Hacienda Subrogante

JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR
Ministro de Fe Subrogante



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 99 celebrada el 12 de octubre de 2006

En Santiago de Chile, a 12 de octubre 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, don Alejandro Zurbuchen Silva;
Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Ángel Nacrur Gazali;
Subgerente General, don Leonardo Hernández Tagle;
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;
Gerente de División Operaciones Financieras,
don Esteban Jadresic Marinovic;
Gerente de División Política Financiera, don Pablo García Silva;
Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Igal Magendzo Weinberger;
Gerente de Información e Investigación Estadística,
don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente de Mercados Financieros Nacionales,
don Beltrán De Ramón Acevedo;
Gerente Asesor de Comunicaciones, don Luis Alberto Álvarez Vallejos;
Jefe Departamento Análisis de Coyuntura, don Enrique Orellana Cifuentes;
Asesor del Ministro de Hacienda, don Luis Felipe Céspedes Cifuentes;
Economista Senior, don Rodrigo Caputo Galarce; y
Secretario General, don Jorge Court Larenas.

A continuación el señor Presidente fija la fecha de la Sesión de Política Monetaria del mes de abril de 2007, para el día 12 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.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann señala que en el escenario internacional, lo más destacado ha sido la caída del precio del petróleo, el cual se sitúa en los últimos días algo por debajo de los US\$ 58 el barril, lo que representa una caída del 12% respecto del cierre del mes anterior.

4



Por su parte, el precio del cobre desciende en línea con lo esperado. La desaceleración de la actividad en Estados Unidos de América sería algo más pronunciada de lo anticipado, a partir de los indicadores de actividad, así como cifras de PIB del segundo trimestre, impulsado fundamentalmente por un ajuste en el sector inmobiliario. Agrega el señor Lehmann que a nivel global, sin embargo, este crecimiento en Estados Unidos de América es compensado por mejores indicadores y una actividad algo más dinámica en la Zona Euro y Japón. De otro lado, indica el señor Lehmann que las tasas de interés en Estados Unidos de América no exhiben cambios significativos hace un mes atrás. Comenta el señor Lehmann que se presentaron inicialmente caídas que se asociaron a menores registros inflacionarios e indicadores de actividad más débiles en Estados Unidos de América. Sin embargo, cifras recientes del mercado laboral y la preocupación de la Reserva Federal por la inflación se mantienen.

En cuanto a niveles de actividad, se presentan cifras de inventario de producción industrial que demuestran cómo han aumentado los inventarios y en línea con ese hecho, la producción industrial ha ido cayendo. Asimismo, también en Estados Unidos de América las órdenes de bienes de capital *core* e inversión no residencial han mostrado alguna recuperación. Lo anterior, particularmente con las órdenes de bienes durables *core*. Agrega también el señor Lehmann que la inversión residencial si bien muestra una caída, se ha mantenido relativamente estable y las cifras respecto a la demanda en el segundo trimestre mantienen una cierta dinámica en este componente.

Indica el señor Lehmann que respecto al índice de confianza de los consumidores, existe una tendencia que no se aprecia claramente, pero tanto el Conference Support como la Universidad de Michigan muestran una cierta tendencia hacia la baja. Sin embargo, los indicadores de consumo muestran que se mantiene algún dinamismo. Lo anterior, también se ve apoyado por el comportamiento que han experimentado los salarios, que se mantienen relativamente estables en términos de variaciones mensuales.

En cuanto a la inflación en Estados Unidos de América, se aprecia una caída en línea con el comportamiento que ha tenido el precio del petróleo. Sin embargo, el *IPC Core* ha mostrado algún aumento, tal como lo recoge la reciente minuta de la Reserva Federal. Hace presente el señor Lehmann que aún hay preocupación por la inflación, la que en todo caso se mantendría en niveles "no del todo deseables", en torno a 2,5% el *IPC Core*.

En lo que respecta a la Zona Euro, el clima de negocios se ha mantenido positivo si bien ha mostrado una desaceleración bastante marginal, particularmente, en Alemania y Francia. No obstante, se mantiene un clima de negocios positivo. La producción industrial, por su parte, particularmente en Alemania e Italia ha mostrado una recuperación, y existe de todos modos una actividad positiva en este sentido. En cambio, en Francia muestra una caída.

En relación al tema de confianza de los consumidores, en el Área Euro se ha mantenido también en una tendencia más bien positiva. En conjunto, los distintos indicadores, ya sea de confianza como de clima empresarial, muestran un sentimiento económico de una trayectoria positiva el año 2006, lo que también hace pensar que el PIB mantendría una dinámica favorable, no obstante hacia futuro se prevé que comience gradualmente a desacelerarse.

Hace presente el señor Lehmann, que con respecto a inflación en la Zona Euro, se aprecia un ajuste importante, con una desaceleración bastante marginal, particularmente en Alemania y en Francia, pero de todos modos con un clima de negocios favorable.



Indica también que la producción industrial, particularmente en Alemania y en Italia ha mostrado una recuperación; en Francia es bastante volátil y muestra una caída. La confianza de consumidores ha mantenido también una tendencia positiva y, el conjunto de los distintos indicadores, tanto de confianza como de clima empresarial, demuestran un sentimiento económico, particularmente para el año 2006, de una trayectoria auspiciosa y esto lleva también a suponer que el PIB mantendría una dinámica positiva, no obstante hacia futuro se estima que podría comenzar gradualmente a desacelerarse.

En cuanto a la inflación en la Zona Euro, el Gerente de Análisis Internacional señor Lehmann, manifiesta que se presenta un ajuste importante en la inflación IPC, lo que ha sido especialmente destacado en el caso de Alemania, donde aparentemente el precio de los combustibles sería algo mayor que en las otras economías de esa zona. En Japón, el clima de negocios muestra una tendencia positiva; la producción industrial ha mantenido una trayectoria favorable y las exportaciones creciendo de manera bastante importante y dinámica, entre 15 y 20%. El *IPC Core* se mantiene, por ahora, en el rango negativo pero comenzando a mostrar aumentos.

En China, la inversión en activo fijo se mantiene dinámica, creciendo casi 30%; los préstamos muestran una dinámica positiva creciendo en torno al 20%, no obstante las medidas que ha estado tomando la autoridad china, y por lo tanto, la percepción que se tiene es que estas acciones no han sido del todo efectivas. Las utilidades también han estado creciendo y cabe destacar que este componente constituye la principal fuente de financiamiento de las empresas chinas y mantienen una trayectoria positiva, razón por la cual no se prevé una desaceleración importante en inversiones en activo fijo, lo que mantendría el crecimiento de dicho país.

Comenta el señor Lehmann, que en términos de crecimiento mundial, tal como se anticipaba, no hay cambios significativos respecto al mes de septiembre. Sin embargo, el crecimiento para Estados Unidos de América se ajusta en una décima y se ve compensado, por indicadores en la Zona Euro que se muestra algo más dinámica. En cuanto al precio de *commodities*, el precio del cobre se ha mantenido relativamente estable. En término de proyecciones, se afirma el precio promedio en torno a 300 centavos de dólar la libra, y el próximo año en torno a 276 - 275, como se aprecia de las proyecciones de los bancos de inversiones. En lo que dice relación al precio del petróleo, como se ha señalado, ha sido una de las principales novedades del mes, que presenta claramente una trayectoria hacia la baja. En función de estos antecedentes, se ha modificado la trayectoria proyectada para el precio del petróleo.

Respecto del precio de la gasolina, ha estado estable durante el último mes, y más bien ha fluctuado de acuerdo a la trayectoria.

Respecto a las tasas de política monetaria, durante el mes se han observado bastantes movimientos. En la Zona Euro la trayectoria también ha sido bastante estable, no obstante presenta algún movimiento durante el mes. Agrega que de acuerdo a los antecedentes, se observa que los movimientos de tasa que se esperan para Estados Unidos de América en relación a la Zona Euro, son opuestos, esto es que en Estados Unidos de América se producirían descensos y en la Zona Euro se mantienen las expectativas de movimientos al alza a futuro.

Hace presente el Gerente de Análisis Internacional señor Lehmann, que en lo que dice relación con las expectativas de inflación, cabe consignar que en todo caso, han estado reduciéndose así como también las cifras de expectativas informadas por la Universidad de Michigan, de 1 año a 5 años plazo, que han mostrado alguna caída.

f



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 99
Política Monetaria
12.10.2006 4.-

Por otra parte, comenta el señor Lehmann que las paridades se han mantenido bastante estables y respecto a economías emergentes, éstas se mantienen relativamente estables y si muestran bastante volatilidad durante el mes, por algunas preocupaciones asociadas a situaciones políticas en algunas economías, ruidos políticos en Europa emergente, así como en América Latina, pero en general no se aprecian grandes cambios.

Respecto a flujos de fondos de inversión de cartera, el señor Lehmann señala que se observa que en el margen han habido salidas.

El Presidente señor Vittorio Corbo, en relación a la economía internacional señala que el cuadro global que se presenta es que Estados Unidos de América se desacelera en el margen más allá de lo que se suponía, pero esa situación se compensa con Europa, Japón y el resto de Asia. Agrega el señor Presidente que en actividad se está prácticamente igual en promedio. En Estados Unidos de América existe preocupación en el margen con respecto a la inflación por las minutas del FED y las declaraciones que hizo su Presidente señor Bernanke hace algunos días. En Estados Unidos de América el dólar sigue con cierta volatilidad, especialmente relacionado con lo que se espera en las tasas en dicho país y también con la cuenta corriente. Agrega que, en general, continúa un cuadro bastante benigno de la economía internacional, siendo la noticia principal la corrección del precio del petróleo, que ha caído en torno a US\$ 66 el barril; y los precios de los metales que han caído un 7 a 8%, pero todavía muy robustos.

El Presidente señor Vittorio Corbo ofrece la palabra para comentarios del escenario internacional.

El Consejero señor Desormeaux recuerda que en ocasiones anteriores se había solicitado contar con información sobre mercados a futuro de más largo plazo.

El Gerente de Análisis Internacional señor Lehmann manifiesta que de lo que se ha observado, lo central es que la trayectoria completa se ha desplazado paralelamente, por lo tanto, mantiene una trayectoria bastante plana en torno a US\$ 65 – US\$ 70, y conserva más menos ese nivel hacia delante. En función de esto se modifica la proyección, tanto para el año 2006 como para el 2007 y el 2008, recogiendo las trayectorias que se han propuesto. Indica el señor Lehmann, que para este año en particular, el precio promedio sería de US\$ 2 por debajo de lo que se había previsto en septiembre, y que el Departamento de Energía de Estados Unidos de América ha hecho una modificación equivalente en este sentido, además de ajustes menores que han efectuado bancos de inversión. Hacia el 2007, se está proponiendo un precio promedio de US\$ 61 el barril y hacia el 2008 se contempla un precio promedio de US\$ 58 el barril.

El Vicepresidente señor De Gregorio consulta cuál es el parámetro del impacto que se produce sobre el crecimiento si se presenta una caída del 10% del precio del petróleo. El Gerente señor Lehmann señala que sería en torno a 2% de crecimiento mundial. El Gerente de División Estudios señor Valdés comenta que el impacto depende del origen del *shock* y la correlación que tenga eso con otros elementos claves.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Gerente de División Estudios señor Valdés, hace presente que existe una Minuta sobre el particular en que se utilizó un modelo completo para el *shock* del petróleo, y ciertamente era contractivo un aumento y expansivo un alza. Pero en los datos está claro que si no hay reacción de política monetaria asociada, los efectos son bastante menores.

El Consejero señor Manuel Marfán se refiere a las declaraciones formuladas por el Presidente de la Reserva Federal señor Bernanke, en el sentido que la desaceleración que está mostrando el crecimiento en Estados Unidos de América no sería suficiente para desacelerar la inflación. Agrega el Consejero señor Marfán que sabe que esto no está medido en la información que se presenta, ya que se trata de promedios. Sin embargo, cree que debiera haber generado algún empinamiento probablemente de la curva *forward*, ya que estaría mostrando una intención de la autoridad más *hawkish*.

El Gerente señor Lehmann señala que la muestra que se exhibe en su presentación es al 11 de octubre y que los gráficos respectivos no muestran aún el efecto de las declaraciones del señor Bernanke.

El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, comenta que le parece interesante el tema del petróleo, ya que la OPEP no se ha puesto de acuerdo en las medidas de restringir y además sucedió lo de Corea del Norte, que no está directamente relacionado con el petróleo, pero produce movimientos. En todo caso, las noticias con que se cuenta permitirían sostener que la caída del precio del petróleo sería bastante más duradera.

El Presidente señor Vittorio Corbo señala que esta noticia ha sido muy positiva para el país, especialmente ahora, en que los datos con que se cuenta tienen más elementos para sostener la mantención de esta caída del precio del petróleo.

El Gerente de División Política Financiera, señor Pablo García comenta que si la interpretación principal de lo que ocurrió con el precio del petróleo en los últimos años era producto del dinamismo de la economía mundial, un suavizamiento del crecimiento también lleva consigo una caída del precio del petróleo. Ello por cierto beneficia al país, pero si está vinculado a otro fenómeno, el neto puede no ser tan auspicioso.

El Gerente de División Operaciones Financieras, señor Esteban Jadresic, hace presente que las bolsas han estado funcionando bien *Dow Jones* y *Nasdaq* al 3,5 y 5%, lo que sugiere que existe una caída del precio del petróleo que no se debe a una desaceleración sino que está contribuyendo a mejorar las perspectivas para el futuro.

El Consejero señor Jorge Desormeaux señala que otro hecho significativo de las consecuencias que puede observar, es que cree que va a ver un vuelco político en Estados Unidos de América. En los primeros días de noviembre tendrán elecciones y es posible que la actual administración pierda el control de una o de las dos Cámaras. Indica que le preocupa cuáles serían las consecuencias macroeconómicas.

49



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 99
Política Monetaria
12.10.2006 6.-

El Presidente señor Corbo recuerda que cuando destituyeron al ex Presidente Richard Nixon el crecimiento de ese año terminó mayor que el que se pensaba, lo que demuestra que la economía en Estados Unidos de América es tan robusta en la parte privada que el efecto de estos impactos no resulta mayor.

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.

El Gerente señor Magendzo señala que en agosto, el Imacec creció por debajo de los meses anteriores y de lo proyectado, parcialmente influido por el desempeño del sector minero y fenómenos puntuales en el ya débil crecimiento de la industria. Así, la información disponible da cuenta de que la actividad del tercer trimestre habría continuado creciendo a tasas reducidas, validando el sesgo negativo que se le otorgó a la proyección de crecimiento de 2006 en el *IPoM* de septiembre. En septiembre, la inflación subyacente volvió a estar por debajo de lo proyectado, a lo que se agregó una trayectoria a la baja de otros indicadores de tendencia inflacionaria. Indica el señor Gerente, que tal como se esperaba, el precio de los combustibles afectó negativamente a la inflación en dicho mes. Sin embargo, la profundización de la caída del precio del petróleo, comparada con la expectativa de reversión previa, así como su impacto sobre tarifas reguladas, lleva a que la inflación proyectada del IPC fluctúe en torno a 3% en los próximos meses. Por su lado, las expectativas de inflación del sector privado muestran una caída importante en las de corto plazo —uno a dos años— y una mantención a plazos mayores. Dada la evolución de las condiciones externas, el impulso fiscal y las favorables condiciones financieras internas, se estima que la reaceleración del crecimiento interno sigue siendo el escenario más probable. Las novedades recientes, sin embargo, aumentan los riesgos de que ello se postergue.

Indica el señor Magendzo que las condiciones financieras internas siguen ventajosas, con un menor crecimiento del crédito bancario y uno mayor del dinero. Lo primero fue visible en los préstamos a empresas y a personas, especialmente estos últimos que tras aumentar durante todo el 2006 a tasas del orden de 23% anual, lo hicieron a cerca de 21% en septiembre. En las tasas de interés se observaron caídas de entre 10 y 20 puntos base respecto de los niveles vigentes al cierre de la reunión anterior, con excepción de la del BCU-5 que no presentó cambios. Así, las tasas de los documentos nominales se ubicaron en 5,5%, 5,7% y 5,8% para los BCP-2, 5% y 10%, respectivamente, mientras que la de los reajustables se encuentran en 3%, tanto la de los BCU-5 como las de los BCU-10. A su vez, la tasa de interés promedio ponderada de los créditos de consumo cayó respecto del mes anterior, nuevamente afectada a la baja por factores estacionales. La tasa cobrada en operaciones comerciales aumentó y sigue en niveles algo menores a los de la primera parte del año. Las tasas de crecimiento anual de los agregados monetarios aumentaron en septiembre, en especial la del M1 que se ubicó en 16,1% (13,1% en agosto). Destaca la mayor emisión y anuncios de colocación de bonos de empresas cuyo destino es, en una porción significativa, la inversión, que se ubican en niveles por sobre los de 2005. La bolsa, medida a través del IPSA, ha alcanzado máximos históricos en los últimos días, marcando una rentabilidad de 5,4% en pesos y 5,9% en dólares desde el cierre de la reunión anterior, en un contexto de favorables retornos de bolsas mundiales, optimismo en la región y por la valorización de ciertas acciones que tienen alta ponderación en el índice. Señala el señor Gerente que comparado con el valor promedio mundial, la bolsa local ha tenido un aumento relativamente mayor en las últimas semanas.

Indica el señor Magendzo que el tipo de cambio ha oscilado en un rango de \$ 534 a \$ 540 por dólar en el último mes, promediando una cifra muy similar a la vigente al cierre de la reunión de septiembre. Sin embargo, comparado con canastas de monedas, se



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 99
Política Monetaria
12.10.2006 7.-

observó una leve apreciación del peso. Las medidas multilaterales, TCM, TCM-5 y TCM-X tuvieron variaciones de -0,9%, -1,1 y -0,8%, respectivamente, comparado con el cierre anterior. El tipo de cambio real finalizó septiembre con un nivel promedio de 94%, semejante al valor del mes anterior.

En agosto, la actividad profundizó el ya débil panorama de crecimiento que mostraba la actividad en los últimos meses. Eliminado el efecto calendario, composición de días, el Imacec de agosto creció a una tasa del orden de 3% anual, cifra bastante por debajo del promedio del primer semestre y del valor de julio. La mayor debilidad de la actividad fue especialmente visible en el sector minero, debido principalmente al derrumbe en Codelco y las negociaciones laborales en La Escondida.

Comenta el Gerente señor Magendzo, que la tasa de crecimiento anual del sector industrial también tuvo un bajo crecimiento en agosto. Eliminados efectos calendario, el crecimiento anual de la industria volvió a caer, con una velocidad de expansión que se mantiene en torno a 0%. En todo caso, más allá de la debilidad generalizada de la industria en el año, la evaluación de los sectores que mostraron menor dinamismo en agosto mayoritariamente apunta a factores específicos, que se mantendrían por algunos meses, mantención de plantas y problemas en rendimientos de cosechas, entre otros. Así, el panorama de actividad de corto plazo valida el sesgo negativo que se asignó a la proyección de crecimiento para el 2006 en el *IPoM* de septiembre.

Señala el señor Magendzo que por el lado de la demanda interna, las noticias más recientes siguen confirmando que la inversión estaría retomando un mayor dinamismo. Al antes comentando incremento en las colocaciones de bonos de empresas, se suma que las importaciones de bienes de capital siguen en niveles altos, US\$ 601 millones en septiembre, que se acercan a los máximos niveles de 2005, descontado el efecto de Transantiago. En términos de variación anual, no obstante, las cifras continúan siendo negativas por la alta base comparación, lo que se hará más notorio en octubre. El crecimiento de las ventas del sector inmobiliario a nivel nacional repuntó en agosto, 5,1%, después de tres meses en niveles negativos.

La tasa de crecimiento anual de los indicadores de consumo sigue en línea con lo observado en los meses recientes: relativa estabilidad en la del consumo habitual y descensos en la del consumo durable. Respecto de las expectativas de consumidores, Índice de Percepción Económica, en el último mes se verificó un aumento que las hizo retornar a los niveles neutrales, 49,9 en septiembre; 46,7 en agosto. En cuanto a expectativas de los empresarios, el indicador mensual de confianza empresarial total de septiembre fue menor al del mes previo, 54,2 respecto de 56,3, aunque influido en gran medida por la caída de las expectativas del sector minero. Indica el señor Magendzo que excluido éste, las expectativas aumentan marginalmente, manteniéndose en el lado optimista.

La entrega de la Ley de Presupuestos para el 2007 indicó un aumento del gasto de 8,9% para dicho año, cifras en línea con lo considerado en el escenario base del *IPoM*.

En septiembre, el valor de las exportaciones industriales se mantuvo alto, superando el promedio del año. A su vez, en septiembre los envíos mineros se recuperaron evidenciando la normalización de la situación en el sector. En cuanto a las importaciones, las de consumo se mantuvieron relativamente dinámicas, en tanto las de capital mantuvieron su tendencia a la recuperación. Así, en septiembre las exportaciones alcanzaron a US\$ 5.170 millones FOB (57% anual), mientras las importaciones llegaron a US\$ 3.342 millones CIF (12,7% anual). El tercer trimestre del año cerró con envíos por US\$ 15.802 millones FOB (57% anual) e internaciones por US\$ 9.900 millones (14% anual).

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Magendzo menciona que las tendencias del mercado laboral no muestran cambios en el trimestre junio-agosto. La tasa de crecimiento anual del empleo total sigue algo por debajo de 1%, aunque, en términos de velocidad, se aumenta el crecimiento trimestre a trimestre del empleo total. Al mismo tiempo, desde el punto de vista de niveles desestacionalizados, se sigue apreciando un rápido aumento del empleo asalariado, aunque en este trimestre móvil a un ritmo algo más lento, y una disminución del empleo por cuenta propia. La tasa de desempleo volvió a caer, eliminada la estacionalidad llegó a 7,7%, 8,0% el trimestre móvil precedente; 9,2% hace un año. A su vez, la tasa de participación tuvo una caída marginal, 54,7% en junio-agosto; 54,8% en mayo-julio, con lo que sigue en niveles inferiores a los de comienzos de año.

En agosto, la tasa de crecimiento de los salarios nominales se mantuvo estable respecto de meses anteriores. La del costo de mano de obra se ubicó en 5%, -0,1 punto porcentual respecto de la de julio, y la del Índice del Costo de Mano de Obra Resto lo hizo en 4,2%, +0,1 punto porcentual respecto de la de julio. Una situación similar se apreció en la tasa de crecimiento anual de los costos laborales unitarios, con variaciones que se ubicaron en un rango de 3% a 7% para sus versiones con empleo total, asalariado, sectores resto y excluido agricultura. Manifiesta el señor Gerente de Análisis Macroeconómico que en todos estos casos, el bajo crecimiento de la productividad, dada la evolución de la actividad del tercer trimestre, es determinante en el crecimiento actual de los costos laborales unitarios. En todo caso, si se considera la productividad de tendencia, éstos crecen de forma acotada.

Indica el Gerente mencionado que en septiembre, la inflación subyacente IPCX1 resultó nuevamente menor que lo proyectado internamente, 0,1% mensual; 2,2% anual, con una velocidad de expansión que se mantuvo en cifras del orden de 2% anualizado. Al mismo tiempo, la tasa de variación anual de los indicadores alternativos, medias podadas e IPCX2, mostró un descenso más marcado que en el mes anterior, lo que podría ser signo de un panorama de menores presiones inflacionarias futuras. La disminución simultánea en el precio de algunos productos del rubro farmacéutico podría ser reflejo de una compresión persistente de márgenes por presiones de competencia en el sector. Sin embargo, la evidencia disponible no es aún concluyente al respecto, por lo que el escenario base de proyección no lo incorpora.

Menciona que la inflación del IPCX, en tanto, fue similar a lo proyectado internamente por un mayor incremento en el precio de las carnes que, dadas las noticias recientes en cuanto a las importaciones desde Argentina, debería revertirse en los próximos meses. Así, la inflación IPC estuvo en línea con lo proyectado internamente y también dentro del rango de las estimaciones de mercado, 0% mensual; 2,8% anual. Ello da cuenta de que el efecto de la caída del precio del petróleo y sus derivados sobre la inflación del mes fueron correctamente considerados, quedando por incorporar efectos relevantes en el cuarto trimestre y los posibles cambios sobre tarifas del transporte. La inflación anual del IPC tuvo una caída importante dada la alta base de comparación de septiembre de 2005.

Indica el Gerente señor Magendzo que las expectativas de inflación a plazos más cortos, 1 a 2 años, tuvieron descensos significativos en el mes, aunque al mismo tiempo las a plazos mayores se mantuvieron sin grandes variaciones. La compensación inflacionaria a 2 años cayó desde 2,5% a 2,2%, cifras comparando los valores vigentes al cierre de la reunión de septiembre y los niveles actuales. Asimismo, la Encuesta de Expectativas Económicas mostró una inflación anual para fines de 2006 que cayó de 3,5% en septiembre a 3,1% en octubre, y a un año plazo pasó de 3% a 2,7% en igual lapso. Esta caída en las expectativas de inflación es un fenómeno coincidente con la baja en el precio del petróleo. Por el contrario, las medidas de expectativas de inflación a plazos mayores no han presentado cambios. En particular, la compensación inflacionaria a 5 y 10 años se mantuvo en 2,7% y 2,8%, respectivamente. A su vez, la Encuesta de Expectativas Económicas muestra que la inflación esperada a dos años y a diciembre de 2007 se mantiene en 3%.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 99
Política Monetaria
12.10.2006 9.-

Respecto de la tasa de política monetaria, las expectativas que se deducen de la curva *forward* son algo menores que las consideradas hace un mes, derivándose una tasa de política monetaria de 5,3% a diciembre de este año y una de 5,6% a diciembre de 2007, 5,4% y 5,9%, respectivamente, el mes pasado. Por su lado, la Encuesta de Expectativas Económicas apunta a que la tasa de política monetaria se mantendría por lo que resta del año y aumentaría en 25 puntos base en el curso de 2007, la que sería la última alza esperada al menos a dos años plazo, tercer trimestre de 2008. Esto contrasta con la Encuesta de Expectativas Económicas de septiembre, en que a fines de este año se anticipaba al menos un nuevo incremento de 25 puntos base en la tasa de política monetaria y para mediados de 2008 se esperaban otros 50 puntos base de aumento. Un movimiento similar de la tasa de política monetaria es el que se desprende de las tasas *swap*, las que hace un mes indicaban un alza de 25 puntos base a diciembre de 2006, mientras actualmente indican una mantención de la tasa de política monetaria en 5,25%. Para diciembre de 2007, al cierre de la reunión de política monetaria anterior se deducían dos alzas adicionales de 25 puntos base, mientras ahora solo se desprende un incremento de 25 puntos base.

Por último, indica el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Igal Magendzo que respecto del PIB la Encuesta de Expectativas Económicas de octubre corrige a la baja en el crecimiento de este año desde 5% a 4,7%. El crecimiento del PIB en el 2007 aumenta desde 5,2% el mes pasado a 5,3% en octubre.

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

El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Igal Magendzo comenta que las cifras de internación de maquinarias y equipos y por tanto, la inversión en las mismas alcanza a niveles similares a los más elevados que se produjeron en el año 2005, descontando el efecto del Transantiago.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco, consulta cuál es el delta en dólares que el Banco Central asigna al Transantiago en estos dos meses. Al respecto, el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Igal Magendzo señala que la cifra fue de 170 millones de dólares en octubre; en noviembre fue de 70 millones de dólares; y, en diciembre otros 70 millones de dólares. Agrega, que en total la cifra es del orden de 290 millones de dólares.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, se refiere al aumento en la tasa de interés de las tarjetas de crédito, que llega a 39,1% en septiembre, comparado con la cifra aproximada de 36,8% registrada durante los meses anteriores.

El Consejero señor Marshall opina que una explicación para esto es que hay un tema de composición del endeudamiento, ya que en el mes de septiembre tienden a aumentar los saldos vigentes de las tarjetas de crédito y como las tasas de dichos instrumentos se calculan sobre la base de ponderar los saldos, éstos resultan mayores. Agrega el señor Consejero, que no es que la tasa haya subido, puesto que a las personas se les sigue cobrando lo mismo. Lo que ocurre es que aumenta el saldo de las personas que tienen asignadas tasas más altas.

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 99
Política Monetaria
12.10.2006 10.-

El Vicepresidente señor José De Gregorio, consulta si existe algún indicador por ejemplo, de tasa media de oferta de costo vía tarjeta de crédito, que no sea la de tasa promedio efectiva. El Consejero señor Marshall señala, que las estadísticas no recogen las tasas de aquéllos que no hacen uso del crédito y tienen que ponderarse para los efectos de los cálculos. En consecuencia, si una persona no hace uso de la línea no entra en dicho cálculo, que normalmente son los que tienen acceso a líneas más baratas.

El Consejero señor Marfán, sobre el mismo tema, señala que la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras debería empezar a recabar como información la existencia de una *tasa prime*, que es la que se utiliza en otros lugares cuando se le cobra el consumidor para determinado plazo. Agrega, que tiene la impresión que a partir de ese hecho se debería tender a alinear las demás tasas. Señala también que entiende que esa tasa no existe, pero es un tema de cambio en la composición del consumo que está afectando el promedio de la tasa y eso produce la sensación que esos créditos están subiendo o bajando, cuando en realidad responde a una política de los bancos.

El Gerente de División Política Financiera señor Pablo García, señala que tiene entendido que la forma en que la citada Superintendencia recibe la información de los bancos se encuentra en proceso de modificación de manera de obtener antecedentes por operaciones individuales, lo que permitiría precisamente hacer el tipo de cálculo que menciona el señor Marfán y no utilizar estos promedios ponderados que pueden esconder defectos en su composición.

Con respecto al tipo de cambio, el Gerente de Análisis Financiero señor Igal Magendzo, comenta que el dólar ha estado relativamente estable. Sin embargo, en términos multilaterales y respecto al tipo de cambio real, indica que ha habido una apreciación aproximada de 1% el último mes. El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, señala que hoy día se había apreciado fuertemente el tipo de cambio después de varios días de estabilidad. Por otra parte el Gerente de Mercados Financieros Nacionales señor Beltrán de Ramón, indica que desde hace algún tiempo ha estado señalando que el tipo de cambio está descendiendo, y agrega que le sorprende ese indicador con el comportamiento de la Bolsa, y cree que hoy día este fenómeno se debe, principalmente, a la depreciación del dólar en el mundo. Menciona que todas las monedas están reaccionando hacia la apreciación, como por ejemplo el Real, el Peso Mexicano y las demás monedas relevantes para Chile. Señala que habría que contar con algo más de información, pero le parece que todos los antecedentes técnicos sugieren que el dólar va en caída.

En cuanto a la información sobre el crecimiento de las exportaciones industriales, influidas por los precios de los *commodities* bastante elevados, el Consejero señor Marshall señala que le es difícil cuadrar las cifras con las de producción industrial. Al respecto, el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Igal Magendzo, señala que efectivamente existen problemas para cuadrar los datos en cuanto a producción. Agrega, que lo que se ha identificado como producción destinada a la exportación, no cuadra necesariamente con lo que son exportaciones. Señala también, que lo anterior tiene que ver en primer lugar con el manejo de inventarios; en segundo lugar, con el registro de exportaciones; y, en tercer lugar, los supuestos de los cuales no contamos con mayor información de qué porcentaje de lo producido con valor agregado se exporto. En consecuencia, el cálculo que se efectúa no es del todo preciso y se está trabajando en una apertura distinta.

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

En cuanto a demanda agregada, el Consejero señor Marfán señala que en otras oportunidades ha efectuado este mismo comentario y que le gustaría tener una percepción de los órdenes de magnitud involucrados. Agrega que tiene la impresión que la expansión de China, con el tamaño gigantesco que tiene esa economía, está provocando *crowding out* en alguna parte del resto del mundo. Una parte es de crecimiento y la otra de desplazamiento. Señala que no le extraña que las actividades del sector de la industria manufacturera que menos crecen y están desacelerándose más fuertemente son aquellas que compiten con las de origen chino, y a su juicio no es conveniente que ocurra, pero que tampoco es grave que suceda. Indica también el Consejero señor Marfán, que por el lado de la demanda agregada las importaciones de bienes de consumo crecen mucho más fuerte que lo que crece el consumo total. En consecuencia, tiene la impresión que deberíamos hacer una apertura en el consumo, ya que está teniendo lugar un cambio estructural. Agrega que una apertura de consumo entre bienes importados y bienes nacionales sería lo adecuado, porque lo que importa para efectos de la demanda agregada es el consumo de estos últimos.

Sobre el particular, el Gerente de División señor Rodrigo Valdés, comenta que el ejercicio correcto solamente se puede hacer trimestralmente como se hizo para el *IPoM*, y allí se cuenta con datos de consumo verdadero. Menciona que de lo que se está hablando con respecto a consumo del tercer trimestre es un supuesto, ya que no hay ningún dato duro. Señala, que lo que debe efectuarse cuando se obtengan los datos trimestrales, es reconstruir, tal como se hizo antes del *IPoM*, para asignar a través de la matriz de consumo producto cuánto es el componente importado y cuánto es el nacional. Agrega que en general, quiere llamar la atención en relación a este tema de que existen muchas importaciones y por lo tanto la filtración de la demanda interna desde el exterior nos viene sorprendiendo por varios trimestres. Señala, por ejemplo que observando el *IPoM* de mayo, una de las grandes noticias de septiembre versus ese mes era una demanda interna un poco más débil, pero mucho más el PIB relativo a la corrección de la demanda interna y, en el margen, nos está sucediendo lo mismo.

El Consejero señor Desormeaux señala que quiere extender el análisis del Consejero señor Manuel Marfán a la hipótesis de que sea solamente China, ya que en su opinión se escucha a empresarios quejarse de que se esté perdiendo demanda a favor de países vecinos, fundamentalmente, porque el costo de la energía en este país sería más alto. En consecuencia, el alto costo de la energía puede ser otra hipótesis, y no necesariamente una pérdida de mercados a costa de China.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco señala que solamente quiere enfatizar lo señalado por el Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, en el sentido que tiene la misma percepción, exactamente de donde viene el sistema estructural, y que tiene que ver con el cambio de precio relativo de los productos chinos o una visión amplia de China que tiene que se vincula con el tipo de cambio real de equilibrio. Si tiene que ver con la política comercial chilena, hay un abanico de cosas que se podrían poner sobre la mesa. Sin embargo, para ello tiene que existir primero un dato consistente antes de ver la implicancia política.

Respecto a las expectativas de inflación, el Consejero señor Manuel Marfán señala que en el documento que distribuyó el Gerente de Mercados Financieros Nacionales señor Beltrán de Ramón, se efectúa el ejercicio de ver la *forward* de la tasa de inflación con datos más recientes. En su opinión, el problema de lo que se presenta en dicho documento es cuál sería la inflación entre el mes 24 y el mes 36. Al parecer, la inflación de *forward* estaría más allá de nuestro horizonte de política y cree que a pesar de la debilidad de los datos, no habría densidad de información suficiente para hacer algo más confiable. Agrega que

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 99
Política Monetaria
12.10.2006 12.-

igualmente valdría la pena analizar cuál sería la *forward* de inflación en los 12 meses que culminan con el fin de nuestro horizonte de proyecciones, porque no cree que exista eso ahora, pero no le parece que pueda descartarse un escenario en que se produzca un desanclaje de las expectativas como consecuencia de lo que está ocurriendo, situación que sería grave y obligaría a tener alguna reacción en tal sentido.

El Gerente de Mercados Financieros Nacionales señor Beltrán de Ramón, señala que los antecedentes que ha presentado están tomados de papeles a 2, 5 y a 10 años, tanto en unidades de fomento como en pesos. Agrega que la inflación entre 2 y 10 años que se deriva de los precios está anclada al 10%; y agregar que para la parte de 2 años resulta más difícil calcularlo porque existen por parte de los fondos mutuos muchos movimientos en torno a los papeles que dificultan tener una apreciación. En todo caso, indica que la *forward* de 1 a 2 años se encuentra en 2,5%, con los datos más recientes.

El Consejero señor Manuel Marfán, señala que esta estimación no es buena, o sea, si nuestra proyección está dentro del rango, pero nuestra meta es a 24 meses anclado al 3%, lo que significa que hay algo que ha cambiado abruptamente y sería conveniente seguir monitoreando esta situación, ya que se encuentra en juego la credibilidad de nuestra política monetaria.

El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, señala que se intentará crear medidas *forward* a 24 meses, lo más en punta posible con los datos existentes a la fecha. Agrega que le parece más grave que las expectativas de mediano y largo plazo, de 5 a 10 años, sean muy distintas de 3% porque estaríamos en presencia de un *shock* permanente, siendo también dificultoso que a 2 años sea distinto de 3%.

El Presidente señor Vittorio Corbo, señala que aquí se presentan dos noticias, una la inflación baja y la otra, proyecciones de que el precio del petróleo bajó.

El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, en cuanto a las expectativas de tasa de política monetaria, comenta que nunca había pasado que en un mes cambiara tanto la perspectiva de corto plazo de la tasa de política monetaria. Asimismo, señala que el promedio del mercado está esperando la mantención por un largo tiempo, de alrededor de 6 meses y una sola alza durante el próximo año.

El Presidente señor Vittorio Corbo, indica que esta situación tiene que ver con el fuerte mensaje del *IPoM* y después se ha magnificado con la caída del precio del petróleo y el *Imacec*.

El Presidente señor Vittorio Corbo, sobre la coyuntura doméstica, destaca dos aspectos: en primer lugar, que en la economía nacional se observan cifras parciales al tercer trimestre que siguen débiles en actividad y que están muy relacionadas con la industria y también con la minería. En segundo lugar, que se está viendo la inflación algo por debajo de lo proyectado y que tiene que ver con la tendencia inflacionaria que se presenta hacia la baja.

Consulta el Consejero señor Manuel Marfán, cómo se relaciona la tasa de política monetaria *forward* con respecto a la caída en las expectativas de inflación, porque de acuerdo con la Ley de Taylor debería caer aún más. El Gerente de Análisis Macroeconómico



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 99
Política Monetaria
12.10.2006 13.-

señor Igal Magendzo, comenta que la expansividad de la política monetaria está hecha con la tasa de política monetaria y no con las expectativas de ésta. El Consejero señor Marfán, indica que ello es indiferente, ya que la que señalan es la diferencia entre dos tasas en unidades de fomento hacia delante.

El Gerente de División Estudios señor Valdés, señala que no existe una respuesta y que el horizonte de inflación es el que importa para deflactar la curva de tasas. La tasa de política monetaria a un año disminuyó entre 25 y 50 puntos base y la inflación disminuyó entre 50 y 75 puntos base. Por lo tanto, es más contractiva la política monetaria en ese horizonte, en un supuesto que se está extremando por un año. Señala que si se observa a dos años este argumento sería, probablemente, más suave.

El Consejero señor Marfán, señala que sabe que no tiene respuesta, pero hay que comprometerse con algo. Al respecto, sugiere que se analice si existe cierta consistencia en el tiempo, considerando que el horizonte habitual de política para ver cuál es el de la inflación que habría que restar a la tasa de política monetaria.

El señor Ministro señala que quiere dejar planteado que cuando se hable de implicancias de política, una discusión clave en reuniones pasadas ha sido el tamaño de las brechas entre oferta y demanda agregada. Agrega que existen varios elementos en la discusión que se han tenido en esta reunión que hacen pensar plausiblemente que esa demanda efectiva ha sido de menores resultados. Al respecto, indica que rescata dos cosas de lo que se ha señalado: la primera, tiene que ver con que a un nivel dado de demanda cuál es el impacto sobre ella. Lo segundo, y que comparte totalmente, es que el efecto sobre el ingreso disponible de la demanda agregada, por parte del petróleo, probablemente es más grande de lo que una vez se pensó. Agrega, que si se suman estas dos cosas, la demanda efectivamente por bienes producidos en Chile ha sido menor de lo presupuestado, lo que se traduce en el hecho que la inflación subyacente, excluyendo el petróleo y todo lo demás, no era la presupuestada. Señala, que cuando se piensa en la implicancia de política a futuro es importante obtener las lecciones del pasado. Agrega que, en este caso, la lección del pasado consiste en que al efectuar la contabilidad de los factores que determinan el nivel de demanda por bienes producidos domésticamente, sospecha que no se consideró adecuadamente estos dos factores y, por lo tanto, el nivel de demanda que se buscaba contar con la política monetaria, quizás no haya sido precisamente el que se obtuvo.

El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, señala que no ve el efecto de petróleo, cuando él ha señalado que el efecto básico que está considerado en los modelos es precisamente el efecto de término de intercambio directo a la demanda interna y a la actividad, con el viejo mecanismo de transmisión que es como un impuesto que paga Chile al resto del mundo. Le parece que ello no alcanza a generar los efectos que se apreciaban en el pasado de *shock* del petróleo y a ello habría que agregarle una reacción de política monetaria muy contractiva para controlar la inflación.

El Presidente señor Vittorio Corbo, señala que el argumento del señor Ministro en el sentido que dado que tenemos menor crecimiento y que no ha pasado demasiado con el crecimiento de tendencia, no hay duda que se posterga el cierre de brecha y ese, a su juicio, puede ser uno de los factores que están también determinando que la inflación subyacente no es la que se proyectó.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 99
Política Monetaria
12.10.2006 14.-

El Presidente, señor Vittorio Corbo, suspende la Sesión a las 13:45 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° 99.

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

El señor Gerente de División mencionado informa lo siguiente:

En la reunión de política monetaria de septiembre, el Consejo decidió mantener la tasa de interés de política monetaria en 5,25% anual, al igual que el mes anterior. Señala que en la decisión se consideró que, pese a que el consumo continuaba expandiéndose con relativa fuerza, la actividad seguía mostrando un dinamismo menor que el proyectado. Asimismo, la inflación del IPC continuaba en la parte alta del rango meta, mientras el IPCX e IPCX1 habían estado por debajo de lo proyectado, en torno a 3% y 2,5%, respectivamente, y otros indicadores de la tendencia inflacionaria mostraban una leve declinación.

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

- En el lado externo, lo más notorio ha sido la disminución del precio del petróleo, que se ha situado algo por debajo de US\$ 60 en los últimos días, aproximadamente US\$ 10 menos que lo proyectado en el escenario central, llevando a corregir hacia abajo la trayectoria esperada para los próximos meses.
- En Estados Unidos de América, continúan los signos de desaceleración en el crecimiento algo más marcados que lo anticipado, mientras Europa muestra un panorama más dinámico. El mercado está considerando una disminución de 50 puntos base por parte de la FED durante el próximo año. Las proyecciones para el crecimiento mundial, en tanto, se mantienen desde la reunión anterior.
- En el ámbito interno, las tasas de interés reajustables se han mantenido estables, mientras que la curva nominal, tanto en su parte corta como larga, ha disminuido. Las distintas medidas de expectativas de la tasa de política monetaria consideran ahora su mantención por un período prolongado y un alza de sólo 25 puntos base durante el próximo año. La tasa de crecimiento del crédito a personas y empresas disminuyó marginalmente, mientras el dinero mostró una aceleración. En ambos casos, el crecimiento se sitúa por encima de su tendencia de largo plazo. El peso estuvo estable con respecto al dólar y mostró una leve apreciación (1%) en términos multilaterales. El tipo de cambio real se ubica algo sobre 93 (con base 100 en 1986).
- Las cifras de agosto acentúan el panorama de debilidad del producto, no obstante parte de este fenómeno se explica por situaciones puntuales en la minería y en la industria. No se aprecian aún indicios de una reaceleración, y la proyección de crecimiento de 2006 se ajusta a la baja. Sin embargo, se sigue observando una recuperación de la inversión en maquinaria y equipos, mientras el crecimiento del consumo durante el tercer trimestre se ha ajustado sólo marginalmente a la baja.
- El crecimiento anual de los salarios nominales se ha mantenido cerca de 5% (algo sobre 4% en el caso del CMOX), lo que apunta a presiones de costos contenidas. Asimismo, ha



BANCO CENTRAL DE CHILE

seguido la disminución progresiva de la tasa de desempleo; no obstante, el crecimiento del empleo se mantiene bajo.

- Si bien la inflación del IPC de septiembre se ubicó dentro de lo esperado (2,8% anual), el IPCX1 estuvo por segundo mes consecutivo bastante por debajo (2,2% anual). La evaluación de la persistencia de esto último, junto a la caída del precio de los combustibles, modifica sustancialmente a la baja el panorama de inflación de corto plazo. Las medidas alternativas de la tendencia inflacionaria también mostraron una disminución, y las expectativas inflacionarias han tenido una caída importante a plazos más cortos, pero siguen cerca de 3% a largo plazo.

Señala el Gerente de División Estudios, señor Valdés, que con los antecedentes disponibles, es difícil justificar una opción distinta a la de mantener la tasa de política monetaria en esta reunión. Indica también, que el escenario central contemplado hasta ahora, considera que la tasa de política monetaria se mantendría en su nivel actual por un tiempo prolongado, para luego aumentar gradualmente. Agrega el Gerente de División, señor Valdés, que este cuadro también considera una reaceleración de la actividad y un aumento moderado y pasajero de la inflación subyacente IPCX1, compensado por una disminución gradual y acotada del precio internacional de los combustibles. Por ahora parece prematuro modificar este escenario central. Los factores que sustentaban la perspectiva de una reaceleración del crecimiento siguen presentes: la política fiscal proveerá un mayor empuje el próximo año, persisten las buenas condiciones externas, y las condiciones financieras internas son favorables. Asimismo, se han identificado situaciones puntuales que explican parte del menor crecimiento actual, y existen holguras en la economía que deberían ser utilizadas. En lo más reciente, se suma a lo anterior el efecto que tendrá sobre el ingreso disponible real la fuerte reducción del precio de los combustibles, que además debería impactar a la baja las tarifas del transporte público.

Menciona el señor Valdés que, sin embargo, las noticias del mes apuntan claramente a que hay más riesgos de que la inflación sea menor que la proyectada en el escenario central en el horizonte de política. En efecto, señala que es posible que la reaceleración tome algo más de tiempo, o no sea de la intensidad considerada en el escenario base, con lo que las holguras podrían tardar algo más en agotarse. Asimismo, las sorpresas a la baja en el IPCX1, la disminución de las medidas de tendencia inflacionaria, y las acotadas presiones de costos, dan cuenta de que las presiones inflacionarias son algo menores que lo contemplado en el escenario central, siendo aún imposible distinguir si ellas obedecen exclusivamente a holguras más persistentes. A esto se suma la caída que ha tenido el precio del petróleo que, de no revertirse, acotaría aún más la inflación. Todo esto apunta a que el período de mantención podría durar más que lo proyectado en el *IPoM* de septiembre. Ello permite descartar la opción de aumentar la tasa de política monetaria en esta reunión.

Finalmente, hace presente el señor Valdés que, dado los antecedentes acumulados, corresponde evaluar la conveniencia de modificar el sesgo para la política monetaria implícito en el último comunicado. Indica que en él se establece que serán necesarios nuevos ajustes en la tasa de interés, pero su materialización podría dilatarse por un tiempo prolongado. Agrega, que una modificación de este lenguaje no parece demasiado urgente, dado que el propio mercado ha ajustado significativamente a la baja la trayectoria esperada para la tasa de política monetaria. Sin embargo, el establecer como una posibilidad, y no como escenario central una mantención prolongada, otorga un sesgo al alza a la tasa de política monetaria que puede no reflejar el escenario más probable con la información actual.

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

4



El Gerente de División Política Financiera, señor Pablo García, señala que comparte plenamente la opinión de la Gerencia de División Estudios y que sólo quisiera agregar algunos matices. Indica, que en lo fundamental lo que se está viendo respecto al *IPoM* es una conjugación de *shocks* de demandas que llevan a, por ejemplo, que el PIB de distintos recursos anuales para el año 2006 se corrige 3 décimas a la baja y el pozo concentrado durante el segundo semestre y además, *shocks* de ofertas significativos, no solamente del lado del precio del petróleo, sino que también por el hecho de que el tipo de cambio, a pesar de que las tasas de interés han reflejado un escenario que está en el *IPoM*, ha continuado a niveles muy similares a los que teníamos hace un tiempo atrás. Ello, en opinión del Gerente señor García, igualmente ha acotado o ha mitigado el posible efecto inflacionario a mediano plazo que puede haber tenido el mensaje de tasas con pausas más prolongadas que se comunicaron hace un tiempo. Finalmente, la desaceleración del IPCX1, a niveles que ya se mantienen en torno al 2% por varios meses, también es en lo esencial un *shock* significativo a las presiones inflacionarias hacia futuro. Finalmente, indica el Gerente de División Política Financiera, que aunque comparte que la modificación del escenario a mediano plazo no parece ser necesaria a estas alturas, porque hay varios antecedentes que indican que el próximo año será más dinámico, cree que de todos modos la magnitud de las noticias que se tienen en el último tiempo podrían requerir dar señales en tal sentido. Es decir, que se cambie el mensaje que se está entregando en los comunicados, en línea con lo mencionado anteriormente por el Gerente de División Estudios.

También el Gerente de División Política Financiera indica, que a pesar de que se tienen todas las señales de una recuperación de la economía gracias al empuje que viene, no hay que olvidar que los cambios de desfase han sido históricamente bastante persistentes. Señala que la economía siempre cuando se ha acelerado, ha sido por más tiempo que lo que se esperaba. Agrega, que cuando se ha desacelerado, también lo ha hecho por un tiempo más prolongado del esperado. Asimismo, menciona el señor García, que todo esto, desgraciadamente, ha ido más allá de lo que se esperaba. Finalmente, el Gerente señor García se refiere a cómo podría comunicarse lo anterior y cree que los riesgos de inflación hoy día se ven bastante más balanceados que hace un mes atrás y posiblemente, se pueda traducir en un escenario no de pausas más prolongadas, sino que un escenario de tasas de política estable en el tiempo, hasta que se pueda ver con mayor claridad hacia dónde se dirigen los distintos riesgos.

El Gerente de División Operaciones Financieras, señor Esteban Jadresic, señala que está de acuerdo con la recomendación que ha planteado la Gerencia de División Estudios de mantener la tasa de política monetaria y especialmente, la recomendación final en el sentido de evaluar la posibilidad de eliminar el sesgo para la política monetaria que estaba implícito en los comunicados y en la última reunión de política monetaria. El señor Jadresic estima, que todos los datos de la coyuntura apuntan a que lo fundamental y lo que les debe preocupar para proyectar el precio, ya dejó de ser claro en relación a cuál será el signo del próximo cambio en la tasa. Agrega el Gerente mencionado, que es preferible ir despejando el camino que no tiene por qué ser necesariamente cercano, pero sí existe alguna posibilidad de que el próximo cambio sea hacia la baja, y en caso que ello ocurra, que sea en la contingencia. Manifiesta el señor Jadresic, que los datos de actividad de inflación apuntan a debilidad tanto en la actividad por los indicadores de presiones inflacionarias subyacentes niveladas, las remuneraciones que están a un nivel sorprendentemente bajo en tasas de crecimiento, e incluso la compensación inflacionaria en los horizontes de los próximos dos años.

Señala el señor Jadresic, que no hay razones para ponerse pesimistas respecto del futuro del precio del petróleo. Manifiesta que esta baja ayudará, y que también va a permitir un presupuesto fiscal expansivo para el año 2007. Asimismo, agrega el señor Jadresic, que hay un sesgo a que el precio del cobre probablemente sea mayor a lo proyectado si se toman

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 99
Política Monetaria
12.10.2006 17.-

como referencia los mercados a futuro y las proyecciones de muchos analistas. Todo eso, en su opinión, va a contribuir a tener un crecimiento algo mayor y un cierre de brechas que no se está viendo durante el presente año. Finalmente, indica el señor Jadresic, que con todo y dado los datos de coyuntura, se podría decir que éstos se han acentuado. Hace presente el señor Gerente de División Operaciones Financieras, que se ha incrementado el riesgo de que la inflación el año próximo y el 2008, caiga por debajo del centro de rango meta, y cree que para recoger el aumento de esa posibilidad, ésta es una buena oportunidad para revisar el sesgo que está implícito en el comunicado, en cuanto a un movimiento futuro, y por ende respecto a estos riesgos.

El Ministro de Hacienda, señor Andrés Velasco, señala que va a ser breve debido a que los fundamentos de la discusión, por lo que intuye y escucha, le parecen bastante compartidos. Señala el señor Ministro, que desde la última reunión se han suscitado noticias, cambios e innovaciones, los que quiere resumir en dos hechos fundamentales. Indica el señor Ministro, que en primer lugar la inflación viene más baja en todas sus medidas relevantes, como acaba de señalar el Gerente de División Operaciones Financieras, señor Esteban Jadresic. En segundo lugar, señala que la actividad, para ser preciso, se refiere a la demanda agregada, parece también ser más débil de lo que se había pensado. Agrega, que hay una serie de conjeturas acerca de por qué eso podría ser así. Se pregunta el señor Ministro hacia dónde apunta esto y cree que se refiere a dos elementos: en cuanto a los hechos, sospecha que no habrá matiz alguno respecto a la conveniencia de no alterar tasas, y respecto a las señales, sesgos e indicaciones que se den hacia delante, quiere secundar lo que varios han dicho en esta reunión, pero con algo más de énfasis.

El señor Ministro de Hacienda don Andrés Velasco, cree que mantener lo que se le comunica al mercado en un lenguaje del tenor que “en el escenario central se contemplan más alzas”, resulta inconveniente por tres razones: primero, porque deja muy poco claro cuál es el horizonte en que eso podría ocurrir, porque si lo que se ha comunicado y lo que se va a seguir comunicando, es que la pausa va a ser muy prolongada, cuando las pausas se convierten en cuasi indefinidas, cree que la idea de mantener una especie de estado estacionario al cual se converge, se vuelve muy difícil de asir. ¿Qué quiere decir cuándo un desarrollo es muy largo?, ¿qué quiere decir una pausa?, ¿cuál es la diferencia entre pausa y estado estacional?. Le parece que en las circunstancias actuales se prestaría para malos entendidos. En segundo término, indica que si bien es cierto que todos compartimos y está implícito en las proyecciones tanto del Banco, como de Hacienda, que el próximo año va a ser mejor y hay motivos exógenos para que el próximo año sea mejor, todos sabemos que la actividad es una variable endógena y depende de muchas cosas, entre otras, del movimiento de las tasas largas que el Banco Central no determina directamente, pero en las que sí incide mediante la información que transmite. Por último, la tercera razón que mencionaron dos miembros del *staff*, consiste en que, dado que el signo de la dirección del próximo movimiento ha pasado de ser cierto, a incierto, siempre es bueno abonar el terreno para que esa posibilidad, en caso que el Consejo decidiera adoptarla en el futuro, sea menos sorpresiva para el mercado y constituya un cambio menos brusco con respecto a lo que se ha dicho y lo que se ha hecho anteriormente. Indica el señor Ministro, que resume su comentario diciendo: uno, que a su parecer hay todas las razones del mundo para mantener la tasa, y dos, que hay razones poderosas para cambiar el fraseo del sesgo desde una situación en la cual el estado estacionario o el escenario central es uno de tasas más altas, a uno en el cual el escenario central es de mantención de las tasas actuales.

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

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 99
Política Monetaria
12.10.2006 18.-

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

Señala el Consejero señor Marshall, que en el frente externo, las noticias siguen siendo positivas; el crecimiento se desacelera algo más de lo anticipado en los Estados Unidos de América, en tanto se mantiene firme en otras regiones. Indica que ello tiende a confirmar que el escenario más probable hacia delante es el de una moderación del crecimiento global.

Por otra parte, menciona que el precio del petróleo ha sorprendido con una caída significativa, no anticipada en cuanto a su magnitud, lo que ha llevado a corregir las proyecciones. Sin embargo, persiste bastante incertidumbre sobre la trayectoria futura. El precio del cobre ha tenido una evolución en línea con lo esperado, observando volatilidad y un leve descenso respecto de la última reunión.

Hace presente el señor Consejero, que las expectativas inflacionarias se han moderado en los países desarrollados. Sin embargo, se siguen esperando ajustes hacia arriba en las tasas de política en Europa y Japón.

Los mercados financieros permanecen relativamente estables. En las economías avanzadas, las tasas de interés de largo plazo bajaron en el curso del último mes, pero ello se ha revertido en lo más reciente. Para los países en desarrollo, las condiciones de acceso al financiamiento mantienen un sello positivo.

Señala que en el ámbito interno, las condiciones financieras siguen siendo ventajosas, si consideramos las tasas de expansión del dinero y el crédito. Las tasas de interés cobradas a los clientes no muestran cambios significativos, lo que sigue apoyando la evolución de las colocaciones bancarias.

Las tasas de interés de largo plazo nominales han bajado, en tanto las reales han permanecido relativamente estables. Las emisiones de bonos se muestran activas, la bolsa registra un muy buen desempeño y el peso ha fluctuado en torno a un nivel promedio similar al del mes anterior.

Indica el Consejero señor Marshall, que la demanda agregada ha seguido en un proceso de desaceleración, según se había anticipado. Sin embargo, la inversión, que explica parte importante de esta tendencia, ha entregado algunas señales de recuperación y el consumo habitual mantiene su dinamismo.

En cuanto a las expectativas de empresas y consumidores, señala el señor Consejero, que las últimas cifras disponibles muestran un repunte, si bien los niveles permanecen todavía por debajo de los observados a principios de este año.

Menciona el Consejero señor Marshall, que en esta misma perspectiva, los mercados y la opinión pública han tenido una muy positiva reacción al anuncio del presupuesto para el próximo año, con un gasto proyectado en línea con la regla fiscal y con los supuestos de nuestro escenario central.

Las cifras de actividad muestran un tercer trimestre débil. La variación del Imacec alcanzó sólo al 2,7% en agosto, configurando un crecimiento trimestral menor al proyectado.

Comenta el Consejero señor Marshall, que contrasta con este cuadro, el crecimiento en volumen de las exportaciones industriales, que mantienen un importante dinamismo.

HP



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 99
Política Monetaria
12.10.2006 19.-

Con todos estos antecedentes, se reafirma el sesgo hacia abajo para las proyecciones de crecimiento de este año.

Agrega, que el mercado laboral confirma las tendencias observadas en meses anteriores. El empleo crece en torno al 1%. Sin embargo, el empleo asalariado mantiene un importante dinamismo y la tasa de desocupación vuelve a disminuir. Los costos salariales exhiben tasas de variación moderadas, con un descenso en los últimos meses. En agosto, la variación nominal del costo de la mano de obra alcanzó al 5%, la cifra más baja observada este año.

En materia de inflación, hace presente el señor Consejero, que el IPC de septiembre no registró variación, en línea con lo esperado por el mercado. Con ello, la inflación en doce meses bajó significativamente desde la parte alta del rango meta hasta el 2,8%. Con la nueva información disponible, la variación anual a fines de este año se ubicaría por debajo de lo proyectado, pero en la proximidad del centro del rango meta. Agrega que las medidas de inflación subyacente del último mes resultaron iguales o inferiores a las esperadas, y los indicadores de tendencia bajaron.

Por otra parte, señala que el mercado ha ajustado sus expectativas de inflación para los próximos meses, pero las mantiene sin cambios significativos para los plazos largos.

Indica el Consejero señor Marshall que, en suma, los puntos que marcan el actual escenario son la desaceleración de la demanda más allá de lo esperado, la debilidad del crecimiento interno en los últimos trimestres, menores presiones inflacionarias, y una disminución de la tendencia inflacionaria. Con todo, se mantienen plenamente vigentes las condiciones para una recuperación del dinamismo en los próximos trimestres, contemplado en nuestro escenario central. Agrega, que incluso se podría hablar de un reforzamiento de dichas condiciones con la caída observada en el precio del petróleo.

Hace presente que, en este contexto, la única opción plausible es mantener la tasa en su actual nivel y es la decisión esperada por el mercado casi sin excepciones.

Habría que señalar, además, que los antecedentes revisados apoyan en general la orientación de la política monetaria esbozada en el comunicado de la última reunión de política monetaria y en el último *IPoM*, en el sentido de que la tasa de política monetaria se mantendría en su actual nivel por un tiempo prolongado.

Sin perjuicio de ello, indica el señor Consejero que debemos reconocer que existen importantes incertidumbres sobre la evolución del precio del petróleo, la fuerza del repunte esperado para los próximos trimestres, y la evolución de la tendencia inflacionaria. Por ello, no podemos descartar que, dependiendo de los nuevos antecedentes que vayamos recibiendo, debamos introducir ajustes en la orientación de la política monetaria que nos lleven, por ejemplo, a proyectar una tasa de política monetaria sin variaciones en todo el horizonte de política. Le parece que esta apreciación debería ser transmitida al mercado.

En virtud de lo señalado, el Consejero señor Marshall vota por mantener la tasa de política en su actual nivel de 5,25%.

El Consejero señor Manuel Marfán, agradece el análisis efectuado por el *staff*. Indica que respecto de la reunión de política monetaria y del *IPoM* anteriores, las principales noticias son la verificación de un menor precio internacional del petróleo, la ratificación de un impulso fiscal para el año 2007 equivalente al previsto, y un realineamiento de las tasas de interés nominales, más consistentes con el escenario de una pausa prolongada en la política monetaria. El menor precio del petróleo, en tanto, ha reducido las presiones inflacionarias,



BANCO CENTRAL DE CHILE

como las expectativas de inflación en los próximos 24 meses. Las expectativas de mediano plazo siguen ancladas en el centro del rango meta.

El Consejero señor Marfán, hace presente que las cifras de actividad en tanto ratifican la debilidad anticipada. Por su parte, las tasas de interés reajustables se han mantenido en su nivel previo, siendo difícil analizar cuánto ha variado el impulso expansivo en las condiciones monetarias. El crecimiento del gasto público y el menor precio del petróleo constituirían así los principales componentes de una reaceleración del crecimiento.

Agrega el señor Consejero, que dos elementos que deberán concentrar nuestra atención en las próximas semanas son, que las importaciones de bienes de consumo siguen creciendo sistemáticamente más que el consumo agregado, y que las expectativas de inflación se ubican debajo del centro del rango meta a lo largo de todo el horizonte habitual de política. Comenta también, que hace falta más análisis y más evidencia antes de evaluar si estos dos elementos debieran o no hacernos reaccionar.

Por ahora, indica que sigue pensando que habrá un rebote de mayor actividad en el horizonte cercano, que no justifica introducir variaciones en la política monetaria en esta oportunidad.

En consecuencia, el Consejero señor Marfán vota por mantener la tasa de política monetaria en su nivel actual. Con todo, indica que coincide con lo planteado en la Minuta de Opciones, en cuanto a que el Comunicado refleje que, probablemente la pausa será más prolongada que lo de anticipábamos hace solo un mes atrás.

El Consejero señor Jorge Desormeaux, señala que desde la publicación de nuestro último informe de política monetaria, se han producido importantes cambios en el entorno relevante para la inflación. Agrega, que como ha destacado el Informe de la Gerencia de División Estudios, hemos asistido a una reducción de al menos US\$ 10 en el precio del barril de petróleo, lo que va a tener efectos favorables, tanto en el plano inflacionario, como de actividad, en caso de mantenerse.

Por otra parte, agrega, se han intensificado las señales de desaceleración en los Estados Unidos de América, mientras las presiones inflacionarias en dicho país dan muestras de persistencia. Este menor dinamismo en los Estados Unidos de América está siendo compensado por un mayor crecimiento en el resto del mundo, y las condiciones financieras se mantienen favorables, a lo que se sumará el estímulo de un menor precio del petróleo, en caso de que éste se mantenga.

Indica el señor Consejero, que en el plano interno, las principales desviaciones con respecto a nuestro escenario central se dan en el plano de la actividad, que ha estado más débil de lo previsto, y en el plano inflacionario, donde la caída del precio del petróleo se ha traspasado al público, lo que ha tenido un impacto apreciable sobre las proyecciones de inflación a corto plazo, así como sobre sus medidas de tendencia. A ello, señala el señor Consejero, también ha contribuido la postergación del cierre de brechas que ha tenido lugar este año.

A pesar de la magnitud y significación de estos desarrollos, el Consejero señor Desormeaux considera que el panorama de mediano plazo no ha cambiado de manera sustancial; el entorno externo sigue siendo favorable, tanto en materia de actividad como en el plano financiero, y a ello se ha sumado una caída significativa en el precio del petróleo.

Comenta el señor Consejero, que en el plano interno, las condiciones financieras siguen siendo favorables; la política fiscal dará un mayor impulso a la demanda agregada en el



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 99
Política Monetaria
12.10.2006 21.-

año 2007, a lo que se suma la caída en los costos de la energía, de manera que el escenario central del *IPoM* para el año 2007 sigue estando vigente, en el sentido de proyectar una reaceleración del crecimiento para el año entrante, proceso que podría observarse ya a partir del cuarto trimestre de este año, de acuerdo al Informe que ha presentado la Gerencia de División Estudios.

Agrega el Consejero señor Desormeaux, que comparte sin embargo con dicha presentación, la conclusión de que en este momento existe un mayor riesgo de que la inflación sea inferior a la proyectada, particularmente si la reaceleración de la actividad toma más tiempo en materializarse. Señala que esta posibilidad se ve reforzada por las recientes sorpresas a la baja que ha evidenciado la inflación subyacente, las que podrían ser más persistentes de lo estimado, así como por la reciente baja en el precio del petróleo.

Hace presente el señor Consejero, que estos antecedentes llevan a reforzar el mensaje del último *IPoM*, en el sentido de que la tasa de política monetaria podría mantenerse inalterada por un período prolongado, el que incluso podría ser mayor a lo estimado originalmente. Ello, sin duda debe quedar reflejado en el Comunicado que se entrega al final de esta reunión, el que tiene, en todo caso, que ser cuidadoso de manera de no entregar un mensaje que pueda entenderse como una visión pesimista sobre el futuro, lo que claramente derrotaría su objetivo.

En consecuencia, el Consejero señor Desormeaux vota por la mantención de la tasa de política monetaria en 5,25%.

El Vicepresidente señor José De Gregorio, indica que una manera sencilla de ver cuál es la mejor decisión para hoy sería actuar por descarte, y a su juicio, no hay razones para subir ni para bajar la tasa de política monetaria. Por lo tanto, lo más prudente cree que es su mantención.

Señala también, que existe un conjunto de fenómenos que se han dado con más fuerza en el último mes que va a ser necesario monitorear y de los cuales sería, incluso el futuro de la política monetaria. En nuestro escenario central se espera que después de este débil registro de la actividad económica, se produzca un rebote importante que permita continuar cerrando brechas, pero esto se puede dar en conjunto con una caída del precio del petróleo mayor a la esperada, lo que puede agregar más dinamismo a la actividad. Indica el Vicepresidente señor De Gregorio, que un crecimiento más rápido de la economía debería generar presiones inflacionarias, las que, sin embargo, podrían ser más que compensadas por la caída del precio del petróleo. Señala el señor Vicepresidente, que estos factores habrá que ponderarlos en nuestras decisiones futuras, en esta reunión y, en otras, por mantener la tasa de política monetaria.

Respecto del Comunicado, si bien cree altamente probable que en nuestro escenario central no es claro que haya nuevas alzas en la tasa de política monetaria, le parece prematuro eliminar el sesgo y que sí se puede suavizar el lenguaje, pues las noticias de este mes no han cambiado de manera sustancial nuestro detallado análisis realizado con ocasión de la preparación del Informe de Política Monetaria, y el mercado podría percibir que esperamos actividad mucho más débil de la presentada en el *IPoM*, lo que no ocurre y aún se tiene mucha incertidumbre sobre la persistencia de la caída del precio del petróleo. Indica el señor Vicepresidente, que está cierto que lo más probable es que luego eliminemos el sesgo, pero preferiría que esto se realizara cuando se confirme la caída del precio del petróleo.

Finalmente, el Vicepresidente señor José De Gregorio señala que vota por mantener la tasa de política monetaria en 5,25%.

hp



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 99
Política Monetaria
12.10.2006 22.-

El Presidente señor Vittorio Corbo, manifiesta que concuerda con los antecedentes de la minuta presentada por la Gerencia de División Estudios, los que han resultado en una revisión a la baja para este año, tanto en el crecimiento del PIB, como en las distintas medidas de inflación. Señala el Presidente señor Corbo, que se detendrá a analizar las implicancias de política de estas nuevas circunstancias.

Hace presente que en actividad, en cuanto a desarrollos esperados en el horizonte de política, se confirman los factores expansivos que se consideran en el *IPoM* y se agregan factores adicionales. Primero, el aplanamiento en la curva de rendimientos y la caída en las tasas largas resultan en condiciones financieras más expansivas. Los robustos balances de empresas y de los bancos, y las alzas en los precios de las acciones, se agregan a este cuadro de condiciones financieras auspiciosas para las empresas que debieran fortalecer el repunte de la inversión. En segundo lugar, la pronunciada caída experimentada por los precios de los combustibles desde agosto a la fecha, de mantenerse o profundizarse, también tiene un efecto expansivo, tanto por sus consecuencias en los costos de producción, en el ingreso real disponible de las familias y por menores tarifas de locomoción. Agrega, que los principales riesgos, cuya materialización puede terminar postergando la recuperación son, que en Estados Unidos de América se dé una desaceleración más pronunciada, o que su inflación resulte más persistente que lo proyectado y que en la economía local, la desaceleración observada en la actividad económica en los últimos meses, resulte más persistente.

En cuanto a la inflación, menciona el Presidente señor Corbo, que existe el riesgo de que los bajos registros de la inflación IPC, IPCX1 y de otras medidas de tendencia inflacionaria, resulten más duraderos debido a un retraso en el cierre de holguras de capacidad y, a precios de combustibles más bajos de los proyectados. Esto último, podría llevar a una inflación persistentemente por debajo de lo proyectado en el *IPoM* con el riesgo de que las expectativas de inflación se tiendan a ubicar persistentemente por debajo del 3% anual.

En este escenario, indica que, en su opinión, lo más razonable es mantener la tasa de política monetaria y seguir observando los desarrollos tanto en el frente de actividad como de precios, y sus implicancias en la inflación proyectada, con el propósito de calibrar la política monetaria para que la tendencia inflacionaria se mantenga en torno al 3% en el horizonte habitual de política.

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

99-01-061012 – Tasa de Política Monetaria.

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

Comunicado

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

El precio del petróleo se ubica en niveles menores a los proyectados en el último *Informe de Política Monetaria*, afianzando un entorno externo favorable para la economía chilena. Las condiciones financieras internacionales siguen ventajosas y el precio del cobre continúa elevado.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 99
Política Monetaria
12.10.2006 23.-

La actividad sigue mostrando un dinamismo reducido, afectada en parte por fenómenos puntuales en la minería y la industria. Con todo, el empleo asalariado continúa aumentando, mientras el desempleo se reduce gradualmente. Las condiciones financieras internas se mantienen favorables. Estos antecedentes, unidos a la evolución del escenario externo, son coherentes con el repunte de la actividad proyectado para el próximo año.

La inflación del IPC y la subyacente IPCX (que excluyen combustibles y perecibles) se ubican en torno a 3%. La inflación subyacente IPCX1 (que además excluye algunos servicios regulados) ha sido inferior a lo esperado y se ubica bajo 2,5%. Otros indicadores de la tendencia inflacionaria también muestran una declinación y las presiones de costos están contenidas. Esto, junto al menor precio de los combustibles, permite prever que la inflación se ubicará en los próximos meses por debajo de lo proyectado en el último *Informe de Política Monetaria*. Las expectativas de inflación de mediano y largo plazo continúan ancladas en torno a 3%.

Con los antecedentes disponibles, el Consejo estima que, por un tiempo prolongado, podrían no ser necesarios nuevos incrementos en la TPM para mantener la inflación proyectada en torno a 3% anual. Esto, sin embargo, dependerá de la nueva información que se acumule y sus implicancias sobre la inflación proyectada."

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17.30 horas.


JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Vicepresidente


VITTORIO CORBO LIOI
Presidente


MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero


JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Consejero


ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero


ANDRÉS VELASCO BRAÑES
Ministro de Hacienda


MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe

49



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 100 celebrada el 16 de noviembre de 2006

En Santiago de Chile, a 16 de noviembre 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.

Asisten también:

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

El señor Presidente informa al Consejo, que el señor Ministro de Hacienda ha hecho llegar sus excusas para no asistir a la reunión de la mañana, en razón de las funciones propias de su cargo.

A continuación el señor Presidente fija la fecha de la Sesión de Política Monetaria del mes de mayo de 2007, para el día 10 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.

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann señala que en el escenario internacional se destaca que Estados Unidos de América continúa dando señales de desaceleración en su economía algo mayores de lo anticipado, lo que ha sido compensado por una mayor dinámica en la actividad por parte de la Zona Euro y también en Asia emergente.

Señala el señor Lehmann que, por otra parte el precio del cobre mostró una tendencia a la baja, cotizándose en lo más reciente en valores cercanos a US\$ 3,10 la libra. Asimismo, el precio del petróleo se muestra relativamente estable aunque oscilando entre US\$ 57 y US\$ 51 el barril.

Destaca también el señor Lehmann que las tasas de interés de largo plazo en las economías desarrolladas bajaron durante el mes en torno a 15 puntos base. Hace presente el señor Lehmann que se acentuó el fenómeno a propósito de los datos de inflación en Estados Unidos de América. Sin embargo, se aprecia una fuerte variabilidad durante el mes, primero a propósito de cifras más débiles, posteriormente asociado a cifras más fuertes del sector laboral. Agrega que dicha caída es influida, principalmente, por una debilidad en los indicadores de actividad de los Estados Unidos de América.

Indica el Gerente de Análisis Internacional señor Lehmann que en términos de mercados emergentes, el panorama durante este mes es positivo, observándose una reducción en el *spread* soberano, una apreciación de las monedas y las bolsas en alza, lo que también ha sido coherente con el flujo de capitales de dichas economías.

Señala que en Estados Unidos de América, en términos de actividad se presentan cifras en el tercer trimestre de este año por debajo de lo que se esperaba, desaceleración ocasionada fundamentalmente por el componente inversión residencial, que muestra una caída bastante importante. Agrega, que también las exportaciones netas han producido una contribución negativa. En cuanto a proyecciones, indica el señor Lehmann, que particularmente para el cuarto trimestre de este año se presenta una alta dispersión. En relación a los indicadores de actividad, señala que éstos han sido negativamente sorpresivos.

Menciona el señor Gerente de Análisis Internacional que, por otra parte, los únicos datos positivos fueron los relativos a ventas de viviendas a fines de octubre, y también la información relativa a empleo. Señala también que los indicadores de precios en general han sido positivos. Lo anterior, se ha visto reafirmado por la publicación en el día de hoy del IPC que fue -0,5%, resultando la variación de ese índice en 12 meses en 1,3%; el IPC *core* en 0,1%, y la variación en doce meses se ubicó en 2,7%. En consecuencia, indica el señor Lehmann que desde el punto de vista de indicadores de precios, las cifras han sido positivas.

El señor Lehmann señala que la compensación inflacionaria recoge cuáles han sido las expectativas en el largo plazo y se observa que a propósito del dato de petróleo fue algo mayor que el que se había mostrado en las cifras anteriores, pero en general, se ha mantenido relativamente acotado, debajo de las cifras que se observaban a mitad de año. Agrega que también ha habido una mayor tranquilidad del mercado respecto a las cifras de la evolución de la inflación.

Comenta el señor Lehmann que en lo que respecta a la Zona Euro, los indicadores de actividad han sorprendido positivamente al mercado, ya que se encuentran por sobre lo esperado, con algunas excepciones particulares como son las ventas minoristas y de servicios. En cuanto a indicadores de precios también hay aspectos positivos y se han observado cifras que han descomprimido la preocupación respecto a inflación. Con respecto a la evolución del PIB, el indicador de sensibilidad económica muestra una alta correlación para el trimestre venidero, por tanto, se podría esperar que si se mantiene esta correlación histórica con dicho índice de sensibilidad, resultaría una cifra más bien positiva.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Respecto a consumo, indica el señor Lehmann que éste ha mostrado una leve recuperación. Por su parte, el sentimiento económico indica que respecto al sector industrial y respecto a servicios se observan cifras positivas y, en cuanto a consumidores la evolución ha sido bastante más plana, concordante también con una demanda interna que ha mostrado una evolución algo más atenuada.

Hace presente también el señor Lehmann que, con respecto a la Zona Euro, se observa que la inflación efectiva presenta una fuerte caída, mientras que la inflación subyacente se mantiene estable. En consecuencia, se presenta un escenario muy similar al de Estados Unidos de América. Señala que en Japón, para el tercer trimestre se destaca primero que los componentes de inversión y de inventarios han sido muy positivos; y, no obstante ello, los relacionados con el consumo han sido más bien negativos. Reafirma que el consumo no ha tenido una trayectoria dinámica, sino que presenta más bien una desaceleración. Sin embargo, las señales indicarían que el componente consumo, tendería a recuperarse en la medida que se observe un mercado laboral que se ha ido estrechando gradualmente. Explica el señor Lehmann que la mayor dinámica está originada por las exportaciones en Japón y la producción industrial alineada con este componente de la demanda. Concluye el señor Lehmann que la inflación en ese país, muestra un escenario parecido al que se observa en el caso de Europa y Estados Unidos de América, en términos de derivados. Indica el señor Lehmann que, para Japón, la inflación efectiva muestra caídas y la inflación *core* se muestra relativamente estable.

En cuanto a la situación de China, el señor Gerente de Análisis Internacional manifiesta que las últimas informaciones dan señales de una desaceleración en la producción industrial, al igual que la inversión de activos fijo, considerando las medidas que han adoptado las autoridades de ese país, tendientes a desacelerar, especialmente, el componente de inversión y estimular el del consumo de la demanda interna. Las cifras que se presentan mostrarían que esta política podría estar dando resultados, pero se están observando tasas de crecimiento extraordinariamente elevadas.

Manifiesta el Gerente de Análisis Internacional que en términos de crecimiento mundial no se observa un cambio en la proyección, ni para el año 2006 ni para el 2007; sin embargo, se presenta algún grado de cambio en la composición de ese crecimiento. Indica el señor Lehmann que Estados Unidos de América está algo más desacelerado; la Zona Euro, si bien ha dado señales positivas, mantiene una trayectoria de crecimiento equivalente a la del mes anterior. Por su parte, Japón se observa marginalmente menos dinámico con un crecimiento como el que se estaba previendo en octubre, en torno al 2,8%, y no se observan cambios importantes hacia el 2007. En cuanto a China, ésta se observa más dinámica de lo que se había pensado, lo que está impulsando al resto de Asia, que también está mostrando una dinámica algo más alta. Menciona el señor Lehmann que en América Latina también se han estado observando revisiones positivas graduales hacia el alza, particularmente, asociadas a Argentina y Venezuela, donde se observa un crecimiento más dinámico.

En relación a precios de *commodities*, el señor Gerente de Análisis Internacional destaca, en primer lugar, que la volatilidad ha tendido a aumentar marginalmente en los últimos días, pero la trayectoria ha sido más bien hacia la baja. El precio del cobre se presenta hacia la baja lo que está relativamente en línea con lo que se había previsto en el *IPoM* de septiembre, por lo cual la proyección respecto al precio de ese metal hacia el futuro no presenta variación en términos significativos, respecto a lo previsto hace un mes. En consecuencia, señala el señor Lehmann, se mantiene la proyección de US\$ 305 centavos de dólar la libra para el 2006 y US\$ 276 centavos de dólar la libra para el año 2007 y para el 2008 US\$ 242 centavos.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 100
Política Monetaria
16.11.2006 4.-

Hace presente el señor Lehmann que respecto al precio del petróleo, se ha observado también algún grado de mayor volatilidad, fluctuando en cifras de US\$ 57 y US\$ 61 el barril, lo que tampoco produce cambios en las proyecciones que se están considerando; los futuros siguen en una tendencia positiva, asociada a consideraciones propias del mercado. Los inventarios en general se encuentran estables, aunque los inventarios de destilados han tendido a caer, de acuerdo a lo esperado debido al fenómeno del inicio del invierno en el hemisferio norte. En consecuencia, señala el señor Lehmann, las proyecciones entonces no se modifican, y se continúa esperando un precio promedio de US\$ 67 el barril para este año y US\$ 61 para el próximo año.

Indica el señor Lehmann que el precio de la gasolina se ha movido en línea con el movimiento del precio del petróleo. Por lo tanto, estima que las sorpresas en esta materia no son muy importantes en la medida que eventualmente no se acrecienta el clima frío en el hemisferio norte.

En términos de tasa de política monetaria, indica el señor Lehmann que se han observado movimientos durante el mes. En Estados Unidos de América, las expectativas siguen indicando, con una alta probabilidad, que éstas se relajarían hacia fines del primer trimestre del 2007, mientras en la Zona Euro y Japón seguiría aumentando la tasa de referencia.

Indica el señor Lehmann que al observar las variaciones de paridades de un conjunto de economías respecto del dólar estadounidense, se observa en América Latina en general una tendencia mixta; caídas en el tipo de cambio en Argentina y en Chile de la misma magnitud, pero en general los signos son negativos, es decir, se observa una tendencia hacia la apreciación de las monedas respecto del dólar, lo que es particularmente importante en las economías exportadoras de *commodities*, y también, en los países de Asia emergente, destacando en estos últimos la situación de que los bancos estarían interviniendo el mercado cambiario de manera algo más intensa que en el pasado.

Señala el señor Lehmann que en lo que respecta al premio por riesgo, éste ha fluctuado hacia la baja, lo que se encuentra en línea con lo que ha mostrado el bono chileno. Por su parte, las bolsas en la economía G3 han estado positivas, particularmente en la Zona Euro y en Estados Unidos de América. En Japón, en tanto, presentaron una tendencia hacia la baja a propósito de preocupaciones existentes respecto a los indicadores observados en ese país, mostrando posteriormente elementos de recuperación a partir de la información del PIB del tercer trimestre de este año. Asimismo, señala el señor Lehmann que las bolsas de economías emergentes muestran claros signos positivos, particularmente, las de América Latina. Agrega, que en línea con lo anterior, los flujos de capitales han resultado positivos desde la última reunión de política monetaria.

El Presidente señor Vittorio Corbo ofrece la palabra para comentarios acerca del escenario internacional.

En relación a los indicadores de tasas de política monetaria presentados por el Gerente de Análisis Internacional señor Lehmann, el Consejero señor Manuel Marfán, comenta que en el gráfico, en lo que se refiere a Estados Unidos de América, no se muestra la dispersión existente, y le parece que parte importante de las noticias recientes en ese país es que no hay visiones neutras, ya que sólo existen visiones optimistas o pesimistas. Agrega, que un artículo del último número de la revista *The Economist* retrata esa situación y que un indicador que le pareció interesante, muestra que la inversión residencial en Estados Unidos de América, como proporción del producto, a pesar del ajuste que se ha producido, se encuentra muy por encima del promedio histórico, o sea, queda mucho más espacio todavía para



BANCO CENTRAL DE CHILE

ajustarse a lo que sería considerado normal, argumento que estaría a favor de los pesimistas. Indica el señor Consejero, que entiende que en último término se trata de un promedio porque el precio final del mercado es la mezcla completa de los optimistas y pesimistas. Señala que otro comentario que quiere formular, a propósito de lo mismo, es el hecho que en este momento cada vez se cree menos en los discursos de la Reserva Federal, ya que se trata de meras iniciativas de mercado que no tienen que ver con los comentarios que ha estado efectuando dicha Institución en el último tiempo, lo que en su opinión, también constituye una complicación.

El señor Lehmann responde al señor Consejero que, con respecto al tema de la dispersión, resulta posible construir una función de distribución a partir de opciones, pero no se ha realizado porque no es una forma habitual que se utiliza para presentar este tipo de datos.

El Consejero señor Manuel Marfán manifiesta que su conclusión es que no existen antecedentes contundentes para cambiar el escenario central, pero que claramente los riesgos son mayores. Agrega, que si sube el riesgo en Estados Unidos de América el *spread* en el resto del mundo debería caer.

El Presidente señor Vittorio Corbo señala que a su parecer, la única diferencia que puede apreciarse es que en los mercados financieros había mucha más tranquilidad; los *spread* se han ido para abajo, lo que en general le parece bien, pero los riesgos financieros se han reducido.

El Presidente señor Corbo agrega que, en general, la parte financiera en el mundo está más tranquila, pero en la parte real existen más dudas, lo que no se refleja aún en los precios financieros, que todavía continúan muy favorables; el flujo de capitales que viene con mayor fuerza, y también en el exterior las bolsas siguen al alza. Indica, que de todas maneras estos procesos se seguirán monitoreando.

El Consejero señor Jorge Desormeaux señala que los datos del tercer trimestre del PIB en Estados Unidos de América no se han analizado. La pregunta que se hace es si éstos son tranquilizadores y qué mensaje entregan respecto de la gran pregunta, de si se trata de un aterrizaje suave o si va a tener otras características.

El Gerente de Análisis Internacional señor Lehmann, responde al Consejero señor Desormeaux, señalando que esos datos estuvieron por debajo de lo que se proyectaba, ya que se esperaba un crecimiento más elevado. En todo caso, indica que lo tranquilizador es que el consumo ha mantenido una trayectoria más bien positiva, creciendo en torno a 3% trimestre a trimestre anualizado. Agrega, que el gran componente que sorprendió en términos de determinar este crecimiento más bajo, fue el correspondiente a la inversión residencial que cae de manera bastante importante y significativa. Hace presente el señor Lehmann, que la pregunta es si ello podrá tener algún efecto sobre consumo, aún cuando la percepción general es que de todas maneras el efecto sería bastante acotado. Por consiguiente, si bien existe cierta dispersión respecto a cuál va a ser el crecimiento del cuarto trimestre del próximo año, de todas maneras la visión de este escenario base es relativamente positiva, esto es, un crecimiento algo por debajo de 3%.



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.

El Gerente señor Magendzo señala que la actividad del tercer trimestre creció por debajo de lo esperado en el escenario central del *IPoM* de septiembre, materializando el sesgo negativo que se le asignó en ese entonces a la proyección de crecimiento para el 2006. En todo caso, el escenario base más probable sigue apuntado a que la actividad retomaría un mayor crecimiento en el trimestre en curso y durante el 2007, apoyado en condiciones macroeconómicas que se mantienen favorables. Agrega el señor Magendzo que en octubre la variación anual del IPC cayó a valores cercanos al piso del rango meta, en parte importante por la alta base de comparación de igual mes de 2005, lo que se acentuó por los menores precios de los combustibles, reflejada en una variación negativa del IPC en el mes. La inflación del IPCX1 siguió configurando un panorama de inflación subyacente por debajo de lo esperado en el *IPoM* y en la reunión de política monetaria anterior. Menciona también que al mismo tiempo, otros indicadores de tendencia inflacionaria volvieron a descender en octubre. De este modo, para los próximos meses, se espera que, con fluctuaciones, la inflación anual del IPC se mantenga en la parte inferior del rango meta. En tanto, señala el señor Gerente las expectativas de inflación de largo plazo se mantienen en 3%.

Indica el señor Gerente de Análisis Macroeconómico, que internamente las condiciones financieras continúan ventajosas; el crecimiento anual del crédito se mantiene aún en niveles altos, del orden de 20%, aunque descendió por segundo mes consecutivo. Lo anterior, es coherente con los resultados de la encuesta sobre créditos bancarios del mes de octubre, donde se concluye que las instituciones financieras mantienen estándares flexibles de otorgamiento de crédito en todos los segmentos, al tiempo que perciben un debilitamiento en la demanda por préstamos, especialmente de parte de las grandes empresas y Pymes. Hace presente el señor Gerente mencionado, que otras fuentes de financiamiento de empresas, emisión de bonos y de acciones, se aprecian más dinámicas en el mes, con apertura en bolsa de nuevas empresas y significativos anuncios de emisión de bonos.

Asimismo, las tasas de interés de los instrumentos del Banco Central profundizaron la caída que registran desde comienzos de septiembre, disminuyendo entre 10 y 20 puntos base y alcanzando los BCP-10, valores similares al mínimo histórico. A su vez, las tasas de interés aplicadas en los créditos de consumo y comerciales aumentaron respecto del mes de septiembre, no obstante, que siguen por debajo de los registros de comienzos de año. Menciona también que la trayectoria de las tasas de los documentos locales ha coincidido, en general, con la de sus similares externas, en particular, con la de los papeles nominales y reales a diez años de Estados Unidos de América.

Señala el Gerente de Análisis Macroeconómico que el indicador de la bolsa local, IPSA, continúa marcando máximos históricos, acumulando en el año una rentabilidad de 24,1% medida en pesos y de 20,8% en dólares —3,8% en el último mes—. Comenta el señor Magendzo que en esta evolución del IPSA incidió, además del desempeño de las bolsas extranjeras, los positivos resultados corporativos del tercer trimestre. Respecto de esta situación, señala el señor Gerente que la información de las Fecu indica que la rentabilidad de las empresas alcanzó máximos históricos durante el año, de 18% al tercer trimestre. Agrega el señor Magendzo, que aunque parte de ello ha sido explicado por las utilidades de las empresas mineras, al excluirlas de la medición, la rentabilidad total se mantiene en torno a 10% el último año. Los flujos de caja de las empresas, disponibles para inversión como razón de sus activos, acumulados al tercer trimestre de este año, sigue en niveles elevados, aunque algo menores a los máximos del segundo trimestre.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Indica el señor Magendzo que el tipo de cambio, tanto nominal como real ha disminuido en las últimas semanas, evolución similar a la que se ha observado en las monedas de otras economías emergentes y exportadoras de productos básicos. Por otra parte, el peso se ha apreciado 2,1% con respecto al dólar desde la reunión anterior, apreciación que ha sido algo menor frente a canastas de monedas: 1% frente al TCM y al TCM-5, y 0,6% frente al TCM-X.

Comenta el señor Magendzo que la actividad del mes de septiembre profundizó el débil desempeño del tercer trimestre del año, con un crecimiento anual de 2,8%. Agrega que eliminado el efecto calendario, días hábiles, esta cifra fue cercana a 4%, que si bien es algo mayor a la del mes previo que era de un 3%, sigue por debajo de los registros del primer semestre del año. Señala que en septiembre, tal como lo fue a lo largo del mismo periodo, la mayor debilidad de la actividad se concentró en la minería y la industria. Indica el señor Magendzo que en minería, la caída anual de la actividad estuvo influida por el efecto del derrumbe en Codelco. Por otro lado, en industria continuó la caída de sectores transables y, en especial, de aquellos destinados a la inversión. En todo caso, señala el señor Gerente de Análisis Macroeconómico, el escenario más probable sigue apuntando a que durante el trimestre en curso y el 2007 el crecimiento de la actividad sea mayor. Ello se apoya en el favorable escenario externo; a las aún ventajosas condiciones financieras; el mayor impulso fiscal esperado para el 2007; la evolución reciente del mercado laboral; y, la caída en el precio de los combustibles. Indica el Gerente señor Magendzo, que a todo ello se sumaría que varios de los factores puntuales que afectaron negativamente la actividad durante este año no se repetirían, en particular, aquellos identificados en el sector minero y agrícola. Con todo, dada la evolución reciente de la actividad, persiste el riesgo de que el menor dinamismo de la economía se prolongue más allá de lo esperado, y, por ende, la actividad tarde un tiempo más en retomar mayores tasas de crecimiento.

Señala el señor Magendzo, que en el último mes se siguieron acumulando noticias positivas respecto de la evolución de la inversión, lo que podría indicar que el riesgo asociado a ella, que se señaló en el *IPoM*, estaría desapareciendo. Menciona que la información del catastro de inversión privada de octubre indicó una corrección al alza en el valor de los proyectos del orden de 12% para el 2007 y 7% para el 2009, correspondientes a nuevas inversiones en los sectores energético y minero. Comenta el señor Gerente que para el 2006 no se observaron modificaciones relevantes en el crecimiento estimado para el año, aunque sí algunos cambios en la composición sectorial, más en proyectos en industria y energía y algo menor en minería. Por su parte, las ventas de viviendas en el Gran Santiago, de acuerdo a los datos proporcionados por la Cámara Chilena de la Construcción, presentaron una variación de 1,9% anual en septiembre, 8,7% en agosto y -6,5% en julio, al mismo tiempo que los meses necesarios para agotar el stock se estabilizaron, tras aumentar durante casi todo el 2006. Asimismo, otra fuente de información del sector inmobiliario, Collect, indicó una trayectoria de las ventas similar para el tercer trimestre, pero con un descenso en el número de meses para agotar el stock. Hace presente que contrasta con lo anterior, el relativo menor grado de avance de la inversión del gobierno central en lo que va corrido del 2006, que se observó con mayor intensidad en el primer y tercer trimestre.

Por otro lado, en el mes de octubre, las importaciones de bienes de capital continuaron mostrando una recuperación de sus niveles, totalizando US\$ 698 millones, US\$ 603 y 633 millones en agosto y septiembre de este año, respectivamente. Agrega, que su tasa de variación anual, en todo caso, fue negativa: -7,7%, principalmente, por el efecto de la alta base de comparación, dado que en octubre del 2005 se verificó la mayor parte de la internación de buses para el Transantiago. De hecho, de descontar este evento de la base de comparación las importaciones de bienes de capital aumentaron 16,5% anual en octubre.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 100
Política Monetaria
16.11.2006 8.-

En septiembre, los indicadores parciales de consumo, con su volatilidad habitual, apuntaron a tasas de crecimiento anual algo menores a las del primer y segundo trimestre. Este comportamiento fue similar en los bienes habituales y durables. Por su lado, en octubre, el valor de las importaciones de bienes de consumo aumentó 25% anual, valor superior al registrado durante el tercer trimestre del año.

En su exposición, el señor Magendzo hace presente que las expectativas de hogares y empresas no tuvieron cambios relevantes en el mes de septiembre. En el caso de los consumidores, el Índice de Percepción Económica sigue cercano a los valores considerados neutrales, aunque se ubicaron algo por debajo de las del mes anterior, 48,8 en el mes de octubre; y 49,9 en el mes de septiembre. Por otro lado, las expectativas de los empresarios, medidas a través del indicador mensual de confianza empresarial, se mantuvieron optimistas, alcanzando a 54,4 puntos, 0,2 punto superior al mes de septiembre.

El señor Magendzo menciona que en el tercer trimestre del año, el crecimiento anual del volumen de las exportaciones industriales, excluidos productos básicos, harina de pescado y celulosa, aumentó respecto del trimestre anterior: 17% versus 10% en el segundo trimestre. Agrega, que durante octubre, el valor de las exportaciones creció, en términos anuales, algo menos que en el mes de septiembre. Por su parte, los envíos mineros siguieron impulsados por el alto precio del cobre. Señala que en cuanto a las importaciones, además de lo ya dicho para las de capital y consumo, las de bienes intermedios crecieron algo más, a pesar de las menores internaciones de petróleo. De este modo, las exportaciones alcanzaron durante octubre a US\$ 4.997 millones FOB, 43,9% anual, mientras las importaciones llegaron a US\$ 3.259 millones FOB, 13,4% anual.

Asimismo, señala el Gerente mencionado, en el mercado laboral las cifras del Instituto Nacional de Estadísticas del trimestre julio-septiembre mostraron un mayor crecimiento del empleo, con una variación anual que aumentó hasta 1,4% y un importante incremento en términos de velocidad trimestral. Agrega que en términos de niveles desestacionalizados, persiste el aumento del empleo asalariado y dejó de disminuir el empleo por cuenta propia. También se destaca la tendencia al alza en el crecimiento del empleo industrial, que es coincidente con lo que entregan otras fuentes de información como la Asociación Chilena de Seguridad y la Sociedad de Fomento Fabril, y el de la construcción. Al mismo tiempo, menciona que la tasa de desempleo continuó con la tendencia decreciente que ha registrado todo el año, situándose en 7,2%, descontada estacionalidad; 7,6% el trimestre móvil precedente y 9,1% un año atrás. A su vez, la tasa de participación cayó nuevamente, 54,5% julio-septiembre; 54,7% el trimestre móvil anterior, con lo que se sitúa en niveles similares a los de comienzos del 2004.

Continúa la exposición del señor Magendzo, señalando que en septiembre la tasa de crecimiento anual de los salarios nominales no tuvo mayores variaciones respecto del mes de agosto, aunque su velocidad cayó; el costo de la mano de obra se ubicó por segundo mes en 5%, mientras la tasa del Índice del Costo de la Mano de Obra Resto lo hizo en 4,4%, 0,2 punto porcentual por sobre el registro de agosto. Asimismo, la tasa de variación anual de los costos laborales unitarios disminuyó respecto del mes anterior, ubicándose en un rango que va de 2,5% a 7%, dependiendo de su versión. En todo caso, el bajo crecimiento de la productividad medida, dada la evolución de la actividad del tercer trimestre, lleva a un aumento en la velocidad de expansión de los costos laborales unitarios.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Igal Magendzo indica que la inflación anual del IPC cayó hasta 2,1% en el mes de octubre; 3,8% en el mes de agosto; y 2,8% en septiembre. Ello, producto tanto de la alta base de comparación de igual lapso del 2005 como del efecto negativo que ha tenido el menor precio de los combustibles. A lo anterior, se ha sumado un panorama de inflación subyacente muy acotado. En los meses venideros la inflación del IPC retornaría transitoriamente a valores más cercanos a 3%, manteniéndose



BANCO CENTRAL DE CHILE

luego en la parte inferior del rango meta. Esto implica un escenario de inflación de corto plazo que es bastante menor al proyectado en el *IPoM* de septiembre.

Menciona el señor Magendzo que en el mes de octubre de este año, el IPCX1 y las distintas medidas de tendencia inflacionaria continuaron mostrando descensos en sus tasas de incremento anual. Por otra parte, la variación anual del IPCX1 llegó a 2,4% en agosto; 2,2% en septiembre; y 2,1% en octubre, con una velocidad de expansión que se mantuvo en cifras del orden de 2% anual. Menciona que simultáneamente, las tasas de variación de los indicadores alternativos, medias podadas e IPCX2, continuaron disminuyendo.

Hace presente también, que las distintas medidas de expectativas de inflación a un año plazo continuaron por debajo de 3%, mientras las de largo plazo se mantienen en torno a 3%. Agrega, que la compensación *forward* promedio entre uno y dos años plazo mantuvo la trayectoria decreciente que registra desde hace unos meses, alcanzando a 2,3%. Por otra parte, aquéllas a plazos mayores, de 2 a 5 años y de 5 a 10 años, luego de aumentar, hacia fines del mes de octubre entre 20 y 30 puntos base, en la actualidad se ubican en torno a 3%. Indica el señor Gerente que la Encuesta de Expectativas Económicas mostró una inflación anual que cae desde 3,1% a 2,9% para diciembre de este año. Sin embargo, a un año plazo pasó de 2,7% a 2,9% y a dos años sigue en 3%.

Señala asimismo, que las expectativas para la tasa de política monetaria, que se deducen de la curva *forward*, siguen aplanando la trayectoria esperada para dicha tasa, especialmente, en el mediano plazo. Para el mes de diciembre de este año, se espera que la tasa de política monetaria se encuentre en 5,3% y en 5,5% en diciembre del 2007; 5,3% y 5,6% un mes atrás; 5,4% y 5,9% en el mes de septiembre. En tanto, señala el señor Magendzo, que de la Encuesta de Expectativas Económicas, se desprende que la mencionada tasa se mantendría en 5,25%, prácticamente, durante todo el 2007, subiendo en diciembre de ese año 25 puntos base, constituyendo la única alza en 24 meses.

Por último, indica el Gerente de Análisis Macroeconómico, que para el PIB y de acuerdo con la Encuesta de Expectativas Económicas, se anticipa un crecimiento de 4,5% este año; 4,7% el mes anterior, y se mantiene en 5,3% para el 2007.

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

El Consejero señor Manuel Marfán, señala en relación a las expectativas de inflación, que entiende que éstas han caído en la apreciación del staff. El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Igal Madgenzo indica que esta apreciación es la que se refleja en la encuesta de expectativas y no se trata de una medición propia del Banco. El señor Rodrigo Valdés comenta que en realidad la pregunta es si nuestra proyección también corresponde a la medición de la encuesta de expectativas de mercado, lo que es efectivo.

El Consejero señor Marfán indica que le parece interesante conocer en cuánto estaría creciendo el consumo nacional. El Gerente señor Madgenzo señala que aún no se tiene esa cifra para el tercer trimestre, ya que el Departamento de Cuentas Nacionales de la Institución se encuentra trabajando en ese tema, de modo que apenas se tenga esa información obviamente se comentará.

El Presidente señor Vittorio Corbo consulta al señor Madgenzo si tiene el gráfico sobre importaciones de bienes de capital, sin los datos del Transantiago. El Gerente de Análisis Macroeconómico indica que no tiene el gráfico mencionado, pero que en todo caso la cifra es del orden de 160 millones de dólares que se importaron en el mes de octubre y la variación en 12 meses fue de 16%.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 100
Política Monetaria
16.11.2006 10.-

El Consejero señor Marfán, respecto del tema del Transantiago, señala que debiera elaborarse una serie de importaciones de bienes de capital, excluyendo los grandes proyectos, puesto que cuando un gran proyecto aumenta las importaciones de bienes de capital se señala que éstas están subiendo, y cuando están cayendo, se omiten y en consecuencia, en su opinión, hay que ser ecuánime hacia los dos lados.

El Gerente señor Igal Madgenzo señala que cuando se anunciaron las importaciones del Transantiago, que nos sorprendieron, se calculó a cuánto ascendían, se hizo una proyección y se reportaron las cifras descontando este proyecto, y también cuando aumentaban.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señala que respecto al avance del presupuesto de inversión del Gobierno, se aprecia una tendencia a través de los años a ejecutar una cantidad menor de lo presupuestado. Indica que no existe seguridad de la razón por la que se produce esa tendencia, y agrega que a contar del año 1999 y hasta el 2005 se aprecia esa menor inversión. Menciona que el año 2006 se encuentra por debajo de los años anteriores, o sea, el presupuesto se está ejecutando a un ritmo menor que el presupuestado y menor que el ejecutado en los años anteriores. Agrega que esta subejecución se estima que es del orden de una décima de PIB para el año. Concluye el señor Madgenzo, señalando que si se hubiese ejecutado al mismo ritmo del año 2005, se contabilizaría una décima más de PIB para el año 2006.

En cuanto a crecimiento, el Consejero señor Manuel Marfán manifiesta que en un informe similar que se había preparado para el *IPoM* se señaló que la revisión hacia abajo de la proyección de crecimiento de este año, debía rebotar en un mayor crecimiento en general. Indica que no se trataba de temas estructurales sino que transitorios, y agrega que la corrección que se estaría haciendo entre el *IPoM* de septiembre y el mes de noviembre, correspondiente a medio punto del crecimiento del producto interno bruto debiera, con los elementos que están influyendo en él, rebotar también en un plazo razonable en el futuro.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Madgenzo señala que parte de la evaluación que se había efectuado en el *IPoM* se mantiene, en el sentido que hay términos puntuales que se estima que se van a revertir.

El Consejero señor Marfán señala que quiere formular una hipótesis, ya que no tiene la información. Indica que supone que no existe una desaceleración del producto potencial, y que no existe ningún elemento estructural importante que la esté afectando. Agrega que si ello es cierto, se trata de *shocks* de oferta que son reversibles, y entonces pensaría que habría que dar una mirada a la demanda agregada. Al respecto, agrega que desea saber si ello es así. Agrega que ahora se está sumando medio punto más para el año respecto del *IPoM* y en ello no hay nada que nos haga pensar que va a rebotar, porque es un elemento más de debilidad en el crecimiento de la industria.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Gerente de División Estudios señala que la consulta del Consejero Marfán es complicada. Sin embargo, en su opinión, las noticias de septiembre fueron genuinamente malas, y no tienen el carácter de una caída. Agrega que igualmente más allá del tamaño de la brecha que se esperaba para el próximo año, respecto a lo que se conocía, la proyección incluye un rebote muy importante, que se basa en el juicio que alguno de los temas que están pasando, o bien rebotan o se repiten. En consecuencia, en el caso por ejemplo del consumo, que fue algo menor en el tercer trimestre de lo que se está proyectando, puede pensarse que hay razones para ese rebote.

El Consejero señor Marfán comenta que habría que hacer la diferencia entre lo que se conocía hasta el *IPoM* y lo que se sabe a partir del mismo. Señala que la respuesta del Gerente de División Estudios puede corroborar que lo más probable es que la brecha del PIB del próximo año, si es que no hay elementos del producto potencial que nos hagan revisar el PIB potencial, debiera ser más alta que lo que se preveía en el *IPoM* pasado, en una magnitud difícil de precisar, por ahora.

Por otra parte, en cuanto al impulso monetario, el señor Marfán señala que de acuerdo a la información que se ha entregado, las tasas de interés nominales - que se mantienen relativamente estables - significan un aumento de la tasa de interés real cuando se corrige por expectativas de inflación más baja a plazos relativamente breves. Agrega el señor Consejero que deduce de la pura aritmética y sin sacar conclusión de fondo alguna, que mantener la tasa de política monetaria con expectativas de inflación a la baja, significa subir la tasa de política monetaria real. Es decir, la Ley de Taylor se encuentra funcionando, en el sentido que se debiera mantener el impulso monetario y cambiar la tasa de política monetaria de acuerdo al cambio de las expectativas. Señala que mantener significa, en términos reales, que sería mayor que hace un mes atrás. El Gerente de División Estudios señor Valdés manifiesta que lo señalado por el Consejero señor Marfán concuerda con lo señalado anteriormente.

El Gerente de Mercados Financieros Nacionales señor Beltrán De Ramón señala que quiere hacer un comentario sobre lo que está sucediendo con la inflación, en un horizonte que va de 13 a 24 meses. Agrega que se cuenta con algunos datos duros, respecto de que algunos agentes financieros se están desprendiendo de papeles en UF a dos años, porque creen que la inflación va a la baja. Sin embargo los que tienen papeles a un año, no solo institucionales, sino que también podría tratarse de Fondos Mutuos o Bancos, no han estado vendiendo dichos papeles. En consecuencia, le parece que lo que ha ocurrido es que la inflación de 13 a 24 meses no refleja lo que debería esperarse, esto es, algo no muy distinto a 3%, pero tampoco la de un año, ya que si uno lee estos títulos la compensación inflacionaria estaría alrededor de un 2%, que es lo que espera el mercado. No obstante, en su opinión, cualquiera sea la medida que se adopte, la inflación debería estar alrededor del 1,5%.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que independientemente de la proyección del *staff*, analizando las proyecciones externas lo que se conoce es que para la proyección uno en uno el efecto sería de un 3%.

El Presidente, señor Vittorio Corbo, suspende la Sesión a las 13:40 horas e informa que la misma se reanudará a las 16:00 horas.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 100
Política Monetaria
16.11.2006 12.-

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 100.

Se deja constancia que siendo las 16:20 horas, se incorpora a la Sesión el señor Ministro de Hacienda don Andrés Velasco B.

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

El señor Gerente de División mencionado informa lo siguiente:

En la reunión de política monetaria de octubre, el Consejo decidió mantener la tasa de interés de política monetaria en 5,25% anual, nivel que mantiene desde julio pasado. En la decisión se consideró que la actividad seguía mostrando un dinamismo reducido y la inflación era menor que la esperada. Se comunicó que por un tiempo prolongado, podrían no ser necesarios nuevos incrementos en la tasa de política monetaria para mantener la inflación proyectada en torno a 3% anual.

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

- En el lado externo, el menor dinamismo de Estados Unidos de América se sigue compensando por la mayor fortaleza de otras regiones, en particular Europa. Las condiciones financieras continúan favorables y los precios alcanzados por el cobre y el petróleo no modifican el cuadro de disminución gradual.
- En el ámbito interno, se han profundizado las principales tendencias y novedades observadas en los últimos meses. La economía siguió mostrando un bajo dinamismo, por debajo de lo esperado en el escenario central. En el tercer trimestre, el consumo continuó creciendo con relativa fuerza, mientras la inversión en capital fijo desestacionalizada presentó un repunte luego de dos trimestres en declinación. La inflación del IPC ha disminuido, al igual que la que miden los indicadores subyacentes y de tendencia. Las sorpresas a la baja en el IPCX1 son relativamente generalizadas entre productos.
- En este cuadro, ha continuado el ajuste hacia abajo de la estructura de tasas de interés, tanto nominales como reales. Ello refleja tanto movimientos de tasas externas a la baja, como un aplanamiento sustancial de las expectativas para la tasa de política monetaria en los próximos trimestres.
- Las proyecciones de corto plazo dan cuenta de un aumento relevante de la actividad y de la demanda interna durante este trimestre y el próximo. Aunque los supuestos que sustentan estas proyecciones son razonables, los riesgos son a la baja. En el caso de la inflación, las proyecciones dan cuenta de un escenario de inflación reducida en el corto plazo, en la parte inferior del rango meta. Las expectativas privadas a uno y dos años también muestran un panorama de inflación reducida.

Señala el Gerente de División Estudios señor Valdés, que con los antecedentes disponibles, es difícil justificar una opción distinta a la de mantener la tasa de política monetaria en esta reunión.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Se puede descartar como opción un aumento de la tasa de política monetaria hoy, considerando que el escenario central del *IPoM* ya contemplaba mantener dicha tasa por un tiempo prolongado y que las novedades apuntan hacia menores presiones inflacionarias que las proyectadas en ese escenario. La demora que la reaceleración ha tenido hasta ahora, los riesgos de que ello se repita, y la menor tendencia inflacionaria actual, hacen evidente la inconveniencia de un aumento de la tasa de política monetaria.

Menciona el señor Valdés que, por otro lado, puede argumentarse que, de no darse el cierre de holguras considerado, la reducida inflación actual podría ser bastante persistente. En principio, esto podría requerir de un mayor impulso monetario. Sin embargo, considerando que esto es por ahora sólo un escenario de riesgo, que ha aumentado su probabilidad de ocurrencia, también puede descartarse la opción de disminuir la tasa de política monetaria hoy. Agrega el Gerente de División Estudios que en efecto, las condiciones macroeconómicas siguen propicias —e incluso mejores en algunas dimensiones— para un mayor crecimiento. Las favorables condiciones financieras internas, el mayor gasto fiscal del próximo año, la persistencia del menor precio del petróleo, las intenciones de aumentar la inversión en proyectos, en particular en energía, y la no repetición de hechos puntuales que han impactado en la producción, apoyan un mayor dinamismo hacia delante. Las proyecciones a corto plazo para la actividad y algunos datos efectivos de la coyuntura apoyan esta evaluación.

Señala el Gerente de División Estudios, señor Valdés que tampoco hay por ahora riesgos de desanclaje que ameriten una acción de política. Si bien la compensación inflacionaria para el horizonte de proyección de 12 a 24 meses está por debajo de 3%, las expectativas de la encuesta a analistas y las medidas de compensación a mayores plazos, siguen ancladas en torno a 3%.

Menciona el señor Valdés que, en suma, la coyuntura que se enfrenta en esta reunión, no parece especialmente compleja para la decisión misma de hoy sobre la tasa de política monetaria. De hecho, una acción distinta a mantener, sería muy sorpresiva y extremadamente difícil de explicar, en parte, porque la comunicación del Banco Central ha sido relativamente explícita en cuanto a la evolución futura de la tasa de política monetaria.

Sobre el particular, el Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, menciona que la información disponible sí da cuenta que el signo de los próximos movimientos de la tasa de política monetaria se ha vuelto más incierto, aunque en el escenario central sigue contemplando un alza luego de un periodo bastante prolongado. Esta tensión ya se refleja en los precios financieros, las encuestas y la observación de algunos analistas. En vista de ello, parece necesario revisar nuevamente el sesgo implícito del comunicado de la reunión.

Finalmente, hace presente el señor Valdés que, al respecto, hay varios elementos que considerar:

- Primero, el mercado ha ajustado fuertemente la estructura de tasas de interés nominales frente a las novedades acumuladas, y la propia comunicación del Banco Central de Chile, en una magnitud comparable a la menor inflación proyectada a un año plazo. Este ajuste le quita urgencia a cambios radicales al comunicado.
- Segundo, parece conveniente evaluar si el sesgo al alza, entendido como el signo probable del próximo movimiento, que se mantiene hasta hoy, es necesario. Si la expectativa de un próximo aumento de la tasa de política monetaria es relativamente lejana en el tiempo, lo que es parte del escenario central, no parece tener mayor sentido mantener dicho sesgo. Si adicionalmente se estima que hay una probabilidad significativa de un recorte en el futuro, sería conveniente eliminar ese sesgo.



BANCO CENTRAL DE CHILE

- Tercero, cabe evaluar si el comunicado restringe en exceso la posibilidad de implementar cambios futuros. En la medida en que se estime que será necesario realizar ajustes a la tasa de política monetaria relativamente pronto, por nueva información que se acumule, sería conveniente reducir el grado de compromiso de mantención implícito que tiene el comunicado al hablar de tiempos prolongados.

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

El Gerente de Investigación Económica don Klaus Schmidt-Hebbel hace presente que el último mes ha traído novedades que ahondan una brecha entre las condiciones internacionales que enfrenta la economía chilena – que siguen muy favorables – y el desempeño de la actividad doméstica. Agrega que aunque una parte de la caída del producto efectivo doméstico, se debe a hechos puntuales claramente identificados, que se van a revertir en el presente o en trimestres venideros, el componente más persistente de la caída en la tasa de crecimiento es aún muy incierto, no se conoce su grado de persistencia y no se han identificado bien todavía los factores que lo determinan. Candidatos para explicar el componente más persistente de la caída no anticipada del crecimiento del producto no faltan: desde factores de confianza y espíritus bestiales asociados al primer año de un nuevo gobierno y un mayor celo en el cumplimiento de regulaciones generales y laborales, hasta un mayor impacto (más de lo esperado) del doble *shock petrolero-gasífero*; desde la apreciación del tipo de cambio real en los últimos tres años, hasta los retornos decrecientes de aperturas y reformas pasadas, reflejados en reducciones en la tasa de inversión, o en la tasa de aumento de la tasa de política monetaria.

A este nuevo escenario real se agregan novedades en inflación total (asociadas a la deflación de precios del petróleo) y en las medidas de inflación subyacente (de más difícil identificación causal, aunque coherentes con la caída en las tasas de crecimiento del producto y de la demanda agregada).

Al mismo tiempo, ha habido novedades negativas en las expectativas de inflación, particularmente en las encuestas de las mesas de dinero y en la compensación *forward* entre 13 y 24 meses. Considerando que el actual horizonte de política monetaria, definido recientemente por el Consejo, es de “más o menos 2 años”, corresponde mirar las compensaciones *forward break even* entre 1 en 1 año (que está en 2,42%) y de 3 en 2 años (que está en 3,05%), lo que da un promedio simple, de 2,74%, aún muy cercano al centro del rango meta.

Agrega el Gerente de Investigación Económica don Klaus Schmidt-Hebbel, que una posible lectura de los tres conjuntos de novedades anteriores es que la economía se encuentra en una situación no anticipada de debilidad cíclica, que tiene una significancia y persistencia suficiente – vale decir, se extendería por más de un año adicional, que es cuando puede ser afectada por la política monetaria – como para ameritar un cambio de dirección en la tasa de política monetaria. Cabe notar que esto requiere de un diagnóstico que lleve a concluir que el componente no revertido en el corto plazo es tanto lo suficientemente significativo como lo suficientemente persistente como para justificar este cambio de rumbo.

Asimismo, el Gerente de Investigación Económica señala que una interpretación alternativa es que el componente persistente no es lo suficientemente significativo ni persistente como para justificar un cambio de orientación de la política monetaria. Si este diagnóstico se asocia además a una reevaluación del nivel de producto potencial, podría llegarse a la conclusión opuesta. Ello se basaría en considerar que las estimaciones del nivel del producto potencial y de su tasa de crecimiento son más bajas que lo estimado previamente,



BANCO CENTRAL DE CHILE

lo que podría justificarse en base a las cifras de desempleo desestacionalizado, que a 7,5% constituye el nivel más bajo de desempleo desde el año 1998, estando además medio punto por debajo de las estimaciones más recientes de desempleo natural. Ello llevaría a reevaluar la política monetaria actual, corregida cíclicamente, como más expansiva de lo anticipado en el periodo reciente, implicando mayores presiones reales e inflacionarias futuras que en ausencia del nivel y la tasa de crecimiento potencial. Y ello podría llevar a una aceleración del ritmo de normalización futura de la tasa de política monetaria, en comparación con lo considerado el mes anterior.

Finalmente, indica el Gerente de Investigación Económica que, considerando los antecedentes disponibles en el presente, es difícil discriminar entre ambas hipótesis (aunque ciertamente serán objeto de un análisis más profundo en la preparación del siguiente *IPoM*). Por ello, suscribe plenamente el diagnóstico que difícilmente se pueden considerar – y comunicar al público – escenarios alternativos al de mantención de la tasa de política monetaria.

El Gerente de División Política Financiera señor Pablo García, señala que concuerda con la recomendación de la Gerencia de División Estudios en orden a que la opción para hoy es bastante obvia en términos de la mantención de la tasa de política monetaria, y que el principal asunto a discutir es la eventual modificación del sesgo implícito que el actual comunicado tiene y que se mantiene desde el último informe. El Gerente de División Política Financiera cree que hay tres puntos que destacar y que dicen relación con la elevada incertidumbre que se tiene para la marcha de la economía en los próximos dos trimestres. El primero se refiere a que el escenario de proyección que se vio en la mañana tiene una trayectoria inflacionaria para la inflación subyacente que, como se discutió, parece ser inferior a la que tiene el mercado, pero aún así considera ya una aceleración en el corto plazo de cifras del orden de dos puntos base anualizados a cifras del orden de tres puntos base anualizados en el curso de aquí a fines de año. Al respecto, comenta que la aceleración de la inflación subyacente está por verse. El señor Pablo García menciona que el segundo punto es que algo similar ocurre con el ritmo de crecimiento de la economía. Indica que para los próximos dos trimestres, el escenario considera un cierre de brechas de prácticamente 5 puntos porcentuales en solamente dos trimestres, y señala que obviamente hay factores puntuales que tienen que ver con la minería y con aspectos que se han detectado este año, pero de todas maneras hay que notar que esto es un ritmo de aceleración en un plazo corto que solamente es comparable a lo que se dio previo al ciclo expansivo de fines de 2000 y de principios de 2004, donde existían condiciones de compresión de la demanda interna y una disminución de *stocks* que eran bastante significativos y que luego se relajaron y motivaron esta aceleración. Agrega el Gerente de División Política Financiera, que a futuro a estos textos puntuales va a ser difícil de argumentar que existe esa fuerza o ese impulso macro retenido que se tenía y que éste se vaya a liberar rápidamente. Finalmente, el Gerente de División Política Financiera se refiere a las dudas que se plantearon en la reunión de la mañana con respecto a qué es lo que ocurre con la situación cíclica en la Reserva Federal. En esta situación, las implicancias para la política monetaria hacen bastante poco factible que se tenga como escenario para la tasa de política monetaria su mantención en un nivel estable por un período prolongado un año o algo así para luego normalizarse. Dicho escenario, que es el piso en el *IPoM* y que en cierta medida se ha mantenido en los comunicados requiere dos cosas: lo primero, que ninguno de estos escenarios de riesgo de corto plazo se materialicen y, lo segundo, es que efectivamente se tiene considerado como un impulso macro hacia delante que la política fiscal en las condiciones internas llegue a un mayor crecimiento de la economía en Chile. Agrega el Gerente de División Política Financiera que hay dos elementos de los cuales se tiene una gran cantidad de incertidumbres asociadas. Finalmente, el Gerente de División Política Financiera agrega que cree que en lo concreto sería muy conveniente que en la actualidad y en el comunicado se dé una señal hacia una mayor neutralidad en el sesgo implícito de los movimientos futuros de la tasa de política monetaria.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El señor Ministro de Hacienda don Andrés Velasco comenta que su intervención va a ser muy breve, ya que le parece que la exposición del *staff* ha sido muy clara y precisa. Respecto a la decisión de política monetaria que corresponde adoptar, señala el señor Ministro que no hay matices. La decisión de mantener la tasa de política monetaria, cree que no tiene competidores y por lo tanto, no vale la pena explayarse en este punto. En cuanto a lo que se le comunica al mercado, señala el señor Ministro que lo resumiría del siguiente modo: más allá de los factores puntuales que han incidido en un menor crecimiento, parece haber una cierta persistencia en el *shock* de bajo crecimiento. Indica el señor Ministro que lo dice en estos términos porque la palabra *shock* es neutral y la verdad es que no se sabe exactamente qué factores atribuirle a este *shock*. Agrega el señor Ministro de Hacienda que, indudablemente, éste ha sido más persistente si se revisaran las conversaciones que se han sostenido en torno a esta mesa desde el 11 de marzo a la fecha. Menciona que, claramente todas las revisiones han sido hacia abajo y eso habla de una persistencia que va un poco más allá de los factores que se pueden identificar. Hace mención el señor Ministro de Hacienda que esto, sumado a la historia de la inflación, la que ya se ha descrito muy bien, configura un escenario en que hay probabilidades bastante mayores que cero de que el próximo movimiento de la tasa de política monetaria sea hacia abajo y no hacia arriba, en un horizonte de mediano plazo. Finalmente, indica el señor Ministro que ésta no es una decisión inminente, pero sí una decisión que bien podría gatillarse más temprano que tarde y, por lo mismo, el comunicado debe reflejar esa situación haciendo un cambio en el sesgo y dando a entender que si se define sesgo como el signo más probable de esa movida de tasa en el futuro, ese sesgo bien puede ser hacia arriba o hacia abajo y, por lo tanto, el comunicado debe entregar esa información con el fraseo adecuado que hable por lo menos de una mantención indefinida y no de un escenario en el cual la movida próxima, más probable, aunque sea distinto en el tiempo, es una movida hacia arriba.

El señor Ministro de Hacienda don Andrés Velasco, señala al señor Presidente don Vittorio Corbo, que este sesgo a su juicio hay que cambiarlo, de modo bastante claro, para que el mercado entienda hoy que se está en un escenario bastante distinto al de hace un mes o dos meses atrás.

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 que las noticias tienden a confirmar el escenario económico que se había visualizado. En el frente externo lo más importante es la desaceleración gradual en los Estados Unidos de América. El crecimiento en otras regiones se mantiene firme, con lo cual las proyecciones de crecimiento global para este próximo año no sufren variaciones.

Por otra parte, el Consejero señor Marshall menciona que el precio del petróleo ha fluctuado en el último mes alrededor de un nivel promedio que se ubica algo por debajo de los US\$ 60 el barril, sin marcar tendencia. Sin embargo persiste un grado importante de incertidumbre sobre su trayectoria futura. El precio del cobre ha descendido en lo más reciente aproximándose a niveles no observados desde junio pasado. Asimismo, hace presente que las cifras de inflación se han moderado significativamente en los países desarrollados. Sin embargo, se siguen esperando ajustes hacia arriba en las tasas de política en Europa y Japón.

Menciona el Consejero señor Marshall, que los mercados financieros permanecen relativamente estables. Agrega, que en Estados Unidos de América las tasas de interés de largo plazo han retrocedido debido a la desaceleración del crecimiento. Indica que para los países en desarrollo las condiciones de acceso a financiamiento externo siguen siendo muy favorables. Asimismo, menciona que en el ámbito interno, los agregados monetarios y



BANCO CENTRAL DE CHILE

crediticios muestran una desaceleración bastante generalizada en todos los componentes en lo más reciente. En tanto, las tasas de interés cobradas a los clientes se han ajustado marginalmente al alza.

Las tasas de interés de largo plazo han bajado en respuesta a factores tanto internos como externos, con lo cual la estructura de tasas se ha aplanado. Los anuncios de emisiones de bonos muestran cifras importantes y significativas, pero las colocaciones efectivas se ubican todavía por debajo de las materializadas el año pasado.

Indica el señor Consejero, que la bolsa no tuvo avances importantes en el mes, pero acumula alzas significativas en el curso del año. El peso se ha apreciado marginalmente respecto a la última reunión. La demanda agregada mostró un comportamiento flojo en el tercer trimestre, inferior al de trimestres anteriores y por debajo de lo proyectado. Sin embargo, señala el señor Marshall que la inversión que explica parte importante de la desaceleración observada en el curso del año, ha tenido un repunte en el último tiempo. El consumo se mantiene como el componente más vigoroso de la demanda interna.

Menciona el señor Marshall que las importaciones han moderado su crecimiento pero éste sigue siendo relativamente alto, lo que tiende a confirmar la hipótesis de un cierto desvío de la demanda de las importaciones y su consiguiente efecto contractivo. Las expectativas de empresas y consumidores no muestran cambios significativos y permanecen en niveles que se ubican por debajo de los observados a principios de este año.

Las cifras de actividad muestran un tercer trimestre débil, con caídas en los sectores minería e industria. Contrasta con este cuadro el crecimiento de las exportaciones industriales, las que mantienen un importante dinamismo. Con todos estos antecedentes se reafirma el sesgo negativo para la proyección de crecimiento de este año.

Agrega el señor Consejero, que en materia laboral las últimas cifras muestran un crecimiento algo más alto del empleo total a nivel nacional. El empleo asalariado mantiene el dinamismo observado en el último tiempo, y las tasas de desocupación vuelven a disminuir. Los costos salariales exhiben tasas de variación acotadas. Indica que en septiembre la variación nominal del costo de la mano de obra alcanzó el 5%, registro idéntico al del mes anterior y en todo caso el menor del año.

En relación a la inflación, el Consejero señor Marshall indica que el IPC de septiembre registró una variación de -0,3%, por debajo de lo esperado por el mercado. Con ello, la inflación en doce meses volvió a bajar en forma importante para ubicarse en 2,1%. Indica que con la nueva información disponible la variación anual a fines este año se ubicaría en la parte baja del rango meta. Agrega que las medidas de inflación subyacente del último mes, resultaron también inferiores a las esperadas. Por su parte, los indicadores de tendencia experimentaron un descenso. Las expectativas de inflación para plazos cortos aparecen por debajo del 3%, pero para plazos más largos siguen bien ancladas en torno del centro del rango meta. En suma, el actual escenario parece marcado por el débil desempeño de la actividad interna, radicado en medida importante en sectores específicos y por una inflación más baja y acotada que la proyectada con anterioridad.

Indica el Consejero señor Marshall, que las condiciones para la recuperación del dinamismo en los próximos trimestres se ven reafirmadas por la evolución proyectada para la economía global, la persistencia de condiciones financieras ventajosas, los planes de inversión informados por las empresas, la evolución proyectada para el precio del petróleo y la entrada en operación de nuevos proyectos en la industria y la minería. Sin embargo, señala que existen riesgos, más bien a la baja, y por tanto la fuerza con que esta recuperación se materializará tiene asociados grados importantes de incertidumbre. En este contexto, menciona que la única opción razonable es mantener la tasa de interés en su actual nivel, por lo demás es la decisión esperada por el mercado. Se confirma al mismo tiempo la orientación



BANCO CENTRAL DE CHILE

de la política monetaria, en el sentido que en el escenario más probable, la tasa de instancia de política monetaria se mantendría en su actual nivel, por un tiempo bastante prologando. Si bien la probabilidad asociada a este escenario ha disminuido porque los riesgos han aumentado, sigue siendo el que tiene la más alta probabilidad de ocurrencia asociada. Con todo, a estas alturas no pueden descartarse otros cursos para la política monetaria, los que tendrán que ser evaluados a medida que surjan nuevos antecedentes.

En virtud de lo señalado, el Consejero señor Enrique Marshall vota por mantener la tasa de política monetaria en su actual nivel de 5,25%.

El Consejero señor Manuel Marfán agradece el análisis del *staff*. Señala que la principal noticia en lo externo, respecto a la reunión de política monetaria anterior, a su juicio, es que el rango de crecimiento económico de los Estados Unidos de América para los analistas externos ha tendido a amplificarse hacia abajo, con una mayor densidad de perspectivas pesimistas. Señala el señor Consejero, que esto no requiere modificar nuestro escenario central, pero se debe estar consciente que hay un mayor riesgo para las proyecciones de crecimiento mundial.

En lo interno, indica el señor Marfán, el análisis tiene más matices, si bien se ha profundizado la tendencia a un menor crecimiento en el corto plazo, la probabilidad de un repunte ha mejorado, especialmente por las perspectivas de la inversión. Señala que esto refuerza la idea que no existiría una desaceleración del crecimiento potencial de tendencia, si sin embargo, la nueva información apunta a que la brecha del PIB en el año 2007 podría ser marginalmente mayor a la prevista. Indica que la información proporcionada por el *staff*, en esta ocasión, ha sido especialmente enriquecedora del análisis.

En otro plano, manifiesta el Consejero señor Marfán, continúa la tendencia a una desaceleración de la inflación por debajo de lo proyectado en el último *IPoM*, lo que se verifica también en las medidas subyacentes, en la compensación inflacionaria contenida en los precios financieros, y en la encuesta de expectativas para el horizonte habitual de política. Indica que aunque los resultados de la encuesta apuntan a que las expectativas de inflación están bien ancladas a fines de este horizonte, la compensación inflacionaria se sitúa de manera clara y significativa por debajo del centro del rango meta en el mismo horizonte. La primera implicancia práctica de todo lo anterior, es que para una misma tasa de política monetaria nominal, la tasa real implícita está aumentando.

También, a juicio del señor Consejero don Manuel Marfán, existe algún riesgo de desanclaje de expectativas en el horizonte de política, aunque no para plazos más largos.

Señala el señor Marfán que aunque en esta ocasión votará por mantener la tasa en su nivel actual, no coincide con la apreciación del *staff*, en cuanto a descartar con igual fuerza un aumento como una reducción de la misma en esta ocasión.

A juicio del Consejero señor Marfán, se está acumulando evidencia que no permite descartar tan fácilmente una reducción. Se trata de una opción que requeriría más atención, especialmente en un análisis de error Tipo 2, como se ha discutido en otras ocasiones, es decir, qué pasaría si mantenemos la tasa cuando lo correcto sea reducirla y saber cuáles son los errores que se cometen, versus qué pasaría si se reduce cuando lo correcto sea mantenerla. Indica que evidentemente es que en ese tipo de opciones queda descartada, sin más, la posibilidad de un aumento de tasa. Por lo tanto, no le parece que sea simétrica, hacia arriba y hacia abajo, la opción que se debería analizar en esta oportunidad.

Con todo, habiendo hecho a título individual este tipo de análisis, el Consejero señor Manuel Marfán concluye que lo correcto, en esta oportunidad, es mantener la tasa en 5,25%.

49



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Consejero señor Jorge Desormeaux señala que el completo informe de la Gerencia de División Estudios plantea, en síntesis, un cuadro de estabilidad en el plano externo, donde el menor crecimiento de los Estados Unidos de América es compensado por el de otras zonas económicas y donde las condiciones financieras continúan siendo favorables.

Señala el señor Consejero que en el plano interno el informe presenta un cuadro en el cual se ha profundizado la debilidad de la economía pese a la resiliencia que muestra el consumo y a una moderada recuperación en el tercer trimestre de la inversión en capital fijo. Indica que estos desarrollos unidos a la caída de los precios de la energía han dado lugar a una corrección de todos los índices inflacionarios hacia la baja, incluyendo los de tendencia. Como ha destacado el Informe de la Gerencia de División Estudios, esto no ha desanclado las expectativas de inflación a más mediano plazo. El resultado de este cuadro ha sido un ajuste endógeno a la baja de toda la estructura de tasas de interés, tanto nominales como reales. Este movimiento ha sido reforzado por una reducción de las tasas de largo plazo en el mundo desarrollado.

Por otra parte, señala el Consejero señor Desormeaux que el Informe de la Gerencia de División Estudios plantea un panorama macroeconómico futuro bastante propicio para una reaceleración del crecimiento, incluso a partir del actual trimestre. Las razones son conocidas: favorables condiciones financieras internas, mayor gasto fiscal en el año 2007, menor costo de la energía y un importante repunte de la inversión en obras de ingeniería. Indica el señor Desormeaux que, por ello, y a pesar de que existe el riesgo de que el bajo dinamismo presente pueda extenderse, coincide con que la opción más relevante a considerar en el día de hoy, es la mantención de la tasa. Manifiesta que esta es la expectativa generalizada del mercado y se ajusta también al texto del comunicado de la reunión de política monetaria anterior.

Señala el señor Consejero, que la mantención de la tasa no impide, sin embargo, que la estructura de tasas se haya ajustado endógenamente a la baja frente a la actual coyuntura y esté entregando un mayor grado de impulso a la economía.

Manifiesta el señor Desormeaux, que cree que la pregunta más relevante que se debe abordar en la reunión de hoy, es aquella referida al mensaje que queremos entregar en el comunicado sobre el sesgo implícito de la política monetaria. En este sentido, cree que el comunicado no debe introducir un cambio significativo en relación a la reunión anterior porque hacerlo o insinuar la posibilidad de un recorte de tasa, sería evaluado por el mercado como una señal de mayor debilidad cíclica que la considerada hasta ahora, algo que el señor Consejero considera inconveniente.

Por otro lado, señala que coincide que desenfatar el signo de futuros movimientos de la tasa de política monetaria, podría entregar al Banco Central de Chile una mayor capacidad de maniobra para enfrentar eventos futuros, cualquiera sea su dirección, en un momento en que la incertidumbre parece ser mayor que en el pasado.

Por lo anterior, el Consejero señor Jorge Desormeaux vota por mantener la tasa de política monetaria en 5,25%, con los comentarios ya señalados sobre el contenido del comunicado.

El Vicepresidente señor José De Gregorio señala que el panorama macroeconómico no es muy distinto al discutido en el mes pasado. En el escenario externo la desaceleración de los Estados Unidos de América no amenaza de manera significativa el dinamismo de la economía mundial.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Por su parte, señala el señor De Gregorio que se ha consolidado una moderada reducción del precio del petróleo, el que probablemente estará por debajo de lo previsto en el *IPoM*, aunque dadas las fortalezas de la economía mundial, en especial las presiones de demanda del petróleo que provienen de China y Asia en general, hacen improbable una caída más significativa. Indica que todo lo anterior, unido a un moderado aumento de los costos laborales hace prever un escenario inflacionario donde se espera que el IPC se ubique en la parte baja del rango meta. En todo caso, las perspectivas en materia de actividad son que ésta crezca con algo de mayor fuerza hacia el próximo año, aunque probablemente con un escenario de menores presiones inflacionarias que el previsto anteriormente.

Los antecedentes recopilados hasta ahora, sugieren mantener la tasa de política monetaria, aunque a juicio del Consejero señor De Gregorio se debería revisar la estrategia actual, así como su comunicación al mercado, la que se ha denominado como de retiro pausado del impulso monetario.

Señala el Consejero señor José De Gregorio que a diferencia de los meses anteriores donde hubo un recomendable sesgo al alza de la tasa de política monetaria, cree igualmente probable que el próximo movimiento de la tasa de política monetaria, sea tanto al alza como a la baja, tal como se ha indicado en la minuta de opciones. Asimismo, se ve como algo no muy cercano otro movimiento de tasa, lo que ciertamente dependerá de las noticias que se reciban en futuros cercanos. Señala el señor De Gregorio que, sin embargo, en la medida que las presiones inflacionarias continúen débiles, se hace más probable que haya que reducir la tasa de interés para cumplir con nuestra meta inflacionaria.

Por otra parte, una recuperación del ritmo de crecimiento de la actividad, que venga acompañada de aumentos de la inflación proyectada, podría renovar las razones para subir la tasa de política monetaria. Señala que en varias ocasiones ha afirmado que lo ideal es una política monetaria gradual, que pase de fases de alza a períodos de tranquilidad y luego de baja. Indica que, ciertamente no se puede afirmar que pronto entraremos en una fase de baja, sin embargo el cumplimiento de la meta podría sugerir en el futuro un aumento del impulso monetario, con el propósito de alinear la inflación esperada con el centro del rango meta en nuestro horizonte de política. Indica que esa es la virtud de la manera en que conducimos la política monetaria, en la cual podemos apartarnos transitoriamente de una estrategia de movimientos graduales y en una sola dirección de la tasa de interés a la luz de las novedades que se van observando en el desempeño macroeconómico, en particular de las noticias de inflación y sus perspectivas futuras. Señala que éste no es un fenómeno inusual en otros países que siguen metas de inflación. En este contexto se debe evitar caer en la trampa que este tipo de movimientos, no previstos y en dirección opuesta a lo que venía ocurriendo, sean usados como justificación para asegurar que las decisiones pasadas no fueron las más adecuadas. Por el contrario, ellos son una señal de la flexibilidad de la política monetaria y su capacidad de dar respuesta a fenómenos no anticipados.

El Consejero señor José De Gregorio señala que es por lo anterior que su voto es por mantener la tasa y sugerir que se debería comunicar un sesgo neutral respecto de futuros movimientos de tasas.

El Presidente señor Vittorio Corbo agradece la eficiente elaboración de la minuta y el análisis de la Gerencia de División Estudios. Señala que en base a los antecedentes entregados quiere detenerse en las implicancias de política de estas nuevas circunstancias.

Señala el señor Corbo que pese a una coyuntura de actividad débil en el segundo y tercer trimestre, por razones que van más allá de efectos puntuales, los elementos favorables que pronostican una aceleración no han cambiado y sí algo han mejorado. Indica que la economía mundial sigue creciendo a tasas altas, aunque con una recalibración de fuerzas entre los principales contribuyentes, con menor dinamismo en Estados Unidos de



BANCO CENTRAL DE CHILE

América, reflejado especialmente en el sector vivienda, y mayor de Asia, especialmente Japón, que sorprendió con un buen tercer trimestre, y China. Indica el Presidente señor Corbo que los precios de los combustibles han permanecido en niveles bajos, reduciendo las presiones inflacionarias. Las condiciones financieras siguen favorables e incluso, en el margen, mejores que hace un mes con menores tasas de largo plazo y niveles récord en la bolsa. La expansión fiscal proyectada para el 2007 ha sido recientemente aprobada por el Congreso. La inversión en maquinaria y equipo comienza a crecer nuevamente y hay signos claros de un aumento en las intenciones de inversión para el año 2007. Con todo, señala el señor Corbo que persiste el riesgo que el menor dinamismo de la economía de los últimos dos trimestres muestre más persistencia que lo proyectado.

En relación a precios, indica el Presidente señor Corbo que la desaceleración de la actividad unida a menores precios de combustibles han impulsado la inflación IPC hacia abajo, a niveles menores a los proyectados en el *IPoM* y en la última reunión de política monetaria, esperándose más caídas hacia delante. La inflación subyacente se redujo más de lo proyectado y se espera se mantenga en esos niveles bajos por un tiempo prolongado, posiblemente debido al retraso en el cierre de holguras de capacidad. En paralelo, las distintas medidas de tendencia inflacionaria siguieron mostrando descensos.

Con respecto a las expectativas de inflación de largo plazo, señala el señor Presidente que éstas siguen ancladas en el 3%, aunque las medidas de más corto plazo caen. En cuanto a la tasa de política monetaria, se ha aplanado la curva y se esperan menores alzas hacia delante.

En este escenario, indica que, en su opinión, lo más razonable es mantener la tasa de política monetaria y seguir observando los acontecimientos, tanto en el frente de actividad como de precios, y sus implicancias en inflación proyectada, con el propósito de calibrar la política monetaria para que la tendencia inflacionaria se mantenga en torno al 3% en el horizonte habitual de política. La diferencia en esta reunión de política monetaria está en que es probablemente más incierta la trayectoria futura de la tasas de política monetaria producto de una mayor incertidumbre sobre los acontecimientos futuros, por lo que sería recomendable cambiar en el comunicado la dirección de quitar el sesgo al alza de los comunicados previos. Por consiguiente vota por mantener la tasa de política monetaria.

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

100-01-061012 – Tasa de Política Monetaria.

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

Comunicado

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

El entorno externo relevante para la economía chilena se mantiene favorable. El precio del petróleo sigue estando en niveles menores a los proyectados en el último Informe de Política Monetaria, las condiciones financieras internacionales siguen ventajosas y el precio del cobre, pese a ajustes recientes, continúa elevado.



BANCO CENTRAL DE CHILE

La actividad interna sigue mostrando un dinamismo reducido, por debajo del previsto y más allá de fenómenos puntuales en la industria y la minería. Sin embargo, el empleo asalariado continúa aumentando, el desempleo se reduce y el consumo sigue creciendo con relativa fuerza. Las condiciones financieras internas permanecen favorables. Estos antecedentes, unidos a la evolución del escenario externo e intenciones de mayor inversión, son coherentes con un repunte del crecimiento en el próximo año.

La inflación anual del IPC disminuyó significativamente, en gran medida por la incidencia del menor precio de los combustibles, y se ubica en la parte inferior del rango meta, por debajo de proyecciones previas. A lo anterior también contribuye una menor inflación subyacente IPCX1 (que excluye combustibles y perecibles, y algunos servicios regulados). Otros indicadores de la tendencia inflacionaria también muestran una declinación y las presiones de costos están contenidas. Estos antecedentes permiten prever que la inflación se ubicará, por algunos meses, por debajo del centro del rango meta. Las expectativas de inflación de largo plazo continúan ancladas en torno a 3%.

El Consejo reafirma su compromiso de conducir la política monetaria de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política. Cambios futuros en la TPM para lograr este objetivo dependerán de la nueva información que se acumule y sus implicancias sobre la inflación proyectada."

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17.45 horas.



JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Vicepresidente



VITTORIO CORBO LIOI
Presidente



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



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 101 celebrada el 14 de diciembre de 2006

En Santiago de Chile, a 14 de diciembre 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 Manuel Marfán Lewis y don Enrique Marshall Rivera.

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

Asisten también:

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

A continuación el señor Presidente fija la fecha de la Sesión de Política Monetaria del mes de junio de 2007, para el día 14 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.

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

El Gerente de Análisis Internacional señala que en el plano externo, los indicadores de actividad en Estados Unidos de América han seguido configurando un escenario de mayor debilidad, especialmente en el sector manufacturero. No obstante, se mantiene el buen desempeño del mercado laboral y cifras positivas en el sector servicios. Las tasas de interés de largo plazo han caído en torno a 10 puntos base el último mes, reflejo de perspectivas negativas del mercado respecto de la actividad económica. Ello contrasta con



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 101
Política Monetaria

14.12.2006 2.-

señales de la Reserva Federal de expectativas de una recuperación de la actividad hacia el 2007 y preocupación centrada en la inflación. Indica el señor Lehmann que en la Zona Euro se observa un mayor dinamismo de la economía que llevó, de acuerdo con lo esperado, a un aumento de 25 puntos base en la tasa de política monetaria en diciembre. El mercado espera un alza adicional en la primera parte de 2007. Señala que en Japón el panorama de actividad es positivo, no obstante se han revisado a la baja las cifras de expansión del PIB, con lo que el mercado espera nuevos aumentos en la tasa de instancia. A nivel global, el escenario de crecimiento se mantiene favorable, sin variaciones respecto de meses anteriores. En línea con lo esperado, el precio del petróleo ha aumentado en las últimas semanas, mientras el del cobre ha mostrado una ligera tendencia a la baja. De acuerdo con ello, el escenario de corto y mediano plazo para ambos precios no se modifica.

Respecto a Estados Unidos de América, el señor Lehmann destaca en primer lugar, que por el comportamiento que ha tenido el PIB se revisó el del tercer trimestre y el aporte más bien positivo que mostraron los inventarios y que llevó finalmente la revisión al alza en el crecimiento. En términos de indicadores de actividad durante este mes señala que está algo más balanceado que el mes anterior, lo que es noticia negativa versus noticias positiva. Indica el Gerente de Análisis Internacional que en términos de las noticias positivas, el Índice Manufacturero de Servicios tuvo un efecto de dos puntos base en la tasa, la creación de empleo también con un aumento bastante significativo de 6 puntos base y las ventas minoristas *core* también tuvieron un impacto bastante importante sobre las tasas. En relación a noticias negativas, indica el señor Lehmann que en términos de actividad, hubo referente al sector construcción y vivienda y permisos de educación, cifras de confianza de consumidores y también el Índice Manufacturero fue una noticia negativa, situándose éste por debajo del pivote 50.

En términos de indicadores de precios, señala el señor Lehmann que las noticias respecto a IPC fueron positivas, particularmente el Índice IPC *Core* que si bien está por sobre el índice de 2,5, esto es 2,7 particularmente, la noticia fue positiva. Los CPU tuvieron una lectura mixta; en términos de tasa no tuvo un impacto importante y en el día de hoy se dieron a conocer también las cifras de precios de importaciones que tuvieron lectura positiva.

Comenta el señor Gerente de Análisis Internacional que parte de las noticias, durante este mes, estuvieron relacionadas con el movimiento del ISM. Ésta fue negativa asociada con un Índice Manufacturero menor que se situó bajo el pivote 50. Señala que no obstante, el no manufacturero vinculado al sector servicios fue más bien positivo y, por tanto, en ese sentido la lectura global respecto a este Índice es más bien mixta. Agrega, que otros elementos importantes durante la semana se refieren a la productividad y costos laborales, y tal vez, lo más destacable, es que la productividad muestra una desaceleración, y por ello, la lectura, de algunos analistas, fue más bien negativa. Sin embargo, si se observa a los CLU y la tendencia de los dos o tres últimos meses, se aprecia más bien una reducción y por tanto, en términos de presión inflacionaria se observa un poco más atenuada dicha preocupación. Indica el señor Lehmann, que si se observa en una perspectiva un poco más larga, se aprecia que efectivamente han tenido una tendencia hacia el alza y por eso la Reserva Federal, tal vez, tiene ciertas preocupaciones, en término de presiones inflacionarias.

El Gerente de Análisis Internacional manifiesta que respecto a brechas de capacidad mostrará dos elementos centrales. Indica, que el desempleo se mantiene en niveles bajos, no obstante un pequeño salto al final. De todas maneras, señala que esto es más bien tenue, en la medida que la creación de empleo fue positiva y la capacidad utilizada ha mantenido una trayectoria al alza. De hecho si se compara con períodos de alta expansión, se observa que los indicadores de capacidad están en niveles bastante elevados y, por tanto, las brechas en términos de su evolución en Estados Unidos de América son bastante estrechas.

hp



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 101
Política Monetaria
14.12.2006 3.-

Menciona el Gerente de Análisis Internacional que el mercado laboral dio buenas noticias durante este mes. El empleo total ha ido creciendo, la última cifra fue muy positiva, y el empleo total ha mostrado por cierto una tendencia al alza en la medida que la activación ha sido positiva.

Respecto a la inflación, destaca el señor Lehmann, en primer lugar la caída importante que ha tenido el IPC en doce meses. Después de estar cercano e incluso por sobre niveles de 4%, se encuentra en niveles algo por sobre 1%, siendo lo más importante la caída en el precio de los combustibles. El IPC Core, por su parte, se ha mantenido en niveles en torno a 3%, durante los últimos meses, lo cual está por sobre los niveles considerados "confortables" por la Reserva Federal, que piensa en niveles de 2% o menos. Por tanto éste ha sido uno de los elementos que la Reserva Federal ha estado planteando, en términos de sus preocupaciones por la inflación. Indica el Gerente de Análisis Internacional que el IPC Core ha mostrado, en el margen, una caída, pero también se mantiene en niveles relativamente elevados.

Comenta el señor Lehmann que respecto a la Zona Euro, se han tenido noticias positivas. Destaca el señor Lehmann, especialmente, la evolución que ha tenido el consumo privado que ha mostrado un aumento y también la inversión privada. Por tanto, señala que las preocupaciones que en algún momento se plantearon, en términos de si la demanda interna iba a ser o no capaz de obtener el crecimiento de la Zona Euro, han ido atenuándose, ya que su comportamiento ha sido positivo. Agrega el señor Gerente que en los indicadores predominan, tal como el mes anterior, niveles positivos, pero hay algunos sectores que de todas maneras han mostrado ciertos niveles algo más bajos de lo que esperaba el mercado, pero en general, las noticias de actividad y demanda interna han sido positivas.

Respecto a los indicadores de precios, manifiesta el Gerente de Análisis Internacional, que no se tienen las cifras definitivas de IPC, pero las indicaciones respecto a importaciones dan una señal más bien positiva. Respecto al PIB, según muestras del indicador de sentimiento económico, que recoge una ponderación de consumidores, empresas, éste se muestra positivo y guarda una alta correlación con el inter PIB y por tanto, se debería esperar que la dinámica del crecimiento se mantuviera hacia los próximos trimestres en línea con este indicador de sentimiento económico, que ha tenido una trayectoria positiva.

Hace presente también el señor Lehmann, que respecto a la producción industrial, la trayectoria en términos de tendencia, no obstante presentar bastante volatilidad ha sido positivo, por tanto también representa este escenario de mayor optimismo para Europa. Agrega que, reafirmando un poco el consumo, debería tender a mantener una trayectoria positiva o reafirmar la dinámica que ha venido mostrando.

Referido a la inflación, el Gerente de Análisis Internacional señala que ha habido movimientos más tenues, menos marcados, particularmente en relación a la inflación efectiva, que se mantiene por debajo de 2%, mientras que la subyacente ha sido estable.

En cuanto a la situación de Japón, tal vez lo más significativo ha sido la proyección de su crecimiento. Señala el Gerente señor Lehmann que las revisiones han sido bastante significativas y muestran que la expansión de Japón ha sido más tenue de lo que se estaba observando en los últimos trimestres. Destaca el señor Lehmann, que en el año 2005 el crecimiento habría estado por debajo de 2%, versus el 2,6% ó 2,7% que se había registrado previamente. Indica también, que el consumo si bien ha estado cayendo, se espera una recuperación y manifiesta una de las dudas que las autoridades han planteado respecto a Japón, es que la demanda interna no despegue, pero se espera que empiece a mostrar crecimientos hacia el futuro. Comenta el señor Gerente que el *Economic Watcher*, que es un indicador de confianza y de sentimiento, muestra en el margen, trayectorias hacia el alza. Señala que otro elemento importante que se observa, es que la producción industrial ha ido creciendo, lo que en principio se vinculaba muy bien con el volumen de exportaciones, ya que



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 101
Política Monetaria
14.12.2006 4.-

la producción industrial estaba fundamentalmente orientada al sector externo. Menciona el señor Lehmann, que las exportaciones han tendido a desacelerarse, conjuntamente con la desaceleración del crecimiento mundial, pero la producción industrial mantiene una trayectoria positiva, haciendo ver que, justamente la demanda interna sea la que permita ir sosteniendo, en cierto grado, el crecimiento de Japón hacia adelante. Las revisiones respecto al crecimiento mundial, que en términos agregados no existen, es el mismo que se anticipaba en el *IPoM* y en noviembre. Lo más importante para el año 2006 y lo mismo para el año 2007, son los cambios en composición que en cierto grado son significativos.

Comenta el señor Lehmann que en el caso de Estados Unidos de América se observa una desaceleración respecto al *IPoM*, una revisión en el margen respecto a noviembre y esto particularmente por el crecimiento del tercer trimestre. Indica, asimismo, que hacia adelante se observa un crecimiento un poco más bajo.

Comenta también, que la Zona Euro se advierte más dinámica, lo que obedece fundamentalmente a la revisión del crecimiento. Por su parte, China respecto a noviembre, se observa básicamente igual. América Latina más dinámica, influido por el comportamiento que ha tenido el crecimiento en Argentina, que ha sido más favorable de lo que se anticipaba.

Indica el señor Lehmann, que respecto al precio del cobre, éste ha estado fluctuando en un rango relativamente acotado de US\$ 3,10 y US\$ 3,20, actualmente algo por debajo de US\$ 3,10 dólares. La volatilidad mostró un crecimiento, pero de hecho ha vuelto a atenuarse. El escenario del cobre no cambia respecto a lo que se observaba en noviembre; se sigue esperando un precio en torno a US\$ 3,05 para el promedio 2006, no observándose cambios para el año 2007. Manifiesta el Gerente de Análisis Internacional, que respecto al *IPoM* no se presentan mayores cambios.

En relación al petróleo, el Gerente de Análisis Internacional señala que se observa que la volatilidad está algo más alta de lo que se advirtió en la segunda parte del año, pero de todas maneras en términos históricos resulta bastante baja. Indica también que la novedad, en términos del movimiento ha sido el precio, que ha aumentado y que actualmente se sitúa en cifras de alrededor de US\$ 62 el barril versus US\$ 4 menos de lo observado hace un mes, situación que no es sorpresiva, ya que está en línea con el término de la trayectoria que se esperaba. Ello se debe, particularmente, a la mayor demanda del hemisferio norte que se encuentra con condiciones climáticas más frías y las proyecciones tampoco presentan cambios respecto a lo que se observaba hace un mes. Hace presente el señor Lehmann que se continúa esperando un precio del petróleo promedio de US\$ 67 para este año y US\$ 61 para el próximo, lo que está bastante en línea con lo que los bancos de inversión están registrando.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann menciona que lo más interesante para entender el comportamiento que ha tenido recientemente el precio del petróleo, se refiere a la relación de inventarios de demanda. Agrega, que a lo largo del año, el *heating oil* que es el combustible más relevante para entender el precio del petróleo, en esta época del año, la relación inventario-demanda muestra una caída y se muestra por debajo de los niveles que se observaban el 2005, situación que explica, en alguna medida el salto que tiene el precio del petróleo. Señala el señor Lehmann, que esto no es una noticia demasiado importante y que está relativamente internalizada la trayectoria del precio petróleo que se tenía proyectada.

Respecto a tasas de política, ha habido cambios en el margen, en algunos casos algo más significativos. En términos de trayectoria, particularmente en Estados Unidos de América, se observaba una tasa de política monetaria a diciembre de 2006, algo por debajo de lo que se percibía hace un mes atrás. Menciona que en la actualidad, gran parte de esto ya se ha revertido, por lo tanto, se está muy en línea con lo observado hace un mes atrás.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Gerente de Análisis Internacional, señor Sergio Lehmann, manifiesta que las tasas de interés de largo plazo han mostrando una trayectoria a la baja producto de los indicadores asociados al sector manufacturero que fueron desfavorables y también, al sector construcción, pero en línea con lo que ya planteaban los indicadores más recientes que han hecho rebotar estas tasas y, de hecho, la diferencia respecto a la tasa que se tenía de largo plazo en Estados Unidos de América hace un mes es de sólo de 5 puntos base, versus una diferencia de casi 25 puntos base que en algún momento se mostró. Indica el señor Lehmann, que un movimiento muy similar han presentado las tasas de la Zona Euro y Japón. El dólar ha tendido a apreciarse producto, justamente, de indicadores de actividad más positivos y los movimientos que las tasas de interés han exhibido.

Por otro lado, el señor Lehmann se refiere también a los premios por riesgo en economías emergentes, que después de mostrar un alza hasta principios de diciembre han vuelto a los niveles que mostraban a mediados de noviembre, cuando se realizó la reunión de política monetaria. Señala asimismo, que la excepción es Chile, que tiene un aumento de 10 puntos base, aproximadamente, pero que se asocia exclusivamente a la incorporación dentro del cálculo del MB de un bono de Codelco, emitido durante diciembre, que tuvo un *spread* de 120 puntos base y eso, justamente, explicó la variación que tiene el MB Chile. Comenta el señor Lehmann, que si se excluyen los bonos de Codelco, el *spread* chileno también se mantiene estable y, de hecho si se excluyen los dos bonos que han hecho estas importantes variaciones, el *spread* de Chile está en 70 puntos base, aproximadamente. Agrega que actualmente los bonos de Codelco representan casi el 60% del MB Chile, por tanto, la observación a realizar al respecto debe ser algo más fina. Indica que en términos de Bolsas, se destaca especialmente una clara trayectoria al alza que han tenido en las economías emergentes, mientras que en los mercados desarrollados éstas han estado relativamente estables. Manifiesta el señor Lehmann, que este rendimiento positivo de las bolsas emergentes está asociado a que los flujos de cartera de los inversionistas internacionales han sido positivos.

El Presidente señor Vittorio Corbo ofrece la palabra para comentarios acerca del escenario internacional.

El Vicepresidente señor José De Gregorio comenta que US\$ 67 será el precio promedio del petróleo para este año que es lo que se preveía. El Gerente señor Rodrigo Valdés comenta que ese es el precio que existía al momento del *IPoM*. Agrega el Consejero señor Marfán, que ese precio ya había empezado a bajar, pero que no había evidencia suficiente como para proyectar que esa baja sería sostenida. El Gerente de División Estudios, con respecto al mismo tema, comenta que se proyectaba US\$ 69 hacia fin de año, como referencia, pero teniendo implícito un precio cercano a US\$ 70.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que el MB chileno que aparece en la explicación de Codelco, querría decir que la metodología con que está construido es bastante mala, porque si aumenta la participación de un bono como de Codelco, uno supone que la metodología tiene que controlarse por ese factor. Significaría que para el caso de Chile, que está con *spread* mucho más bajo, que tiene una composición tal que las emisiones son más bien bajas, ha dejado de ser sensible, entonces, no controla por calidad.

El Vicepresidente señor José De Gregorio consulta si el MB es soberano o incluye empresas o si éste es un caso especial, ya que tiene entendido que el MB es un bono soberano. En todo caso, señala el señor Vicepresidente, que la incorporación de Codelco sería porque es una empresa pública, lo que complica porque Chile tiene poca deuda. En su opinión esperaría que el MB fuera solo bono soberano, pero no sabe si otros países también incluyen empresas.



El Gerente de Análisis Internacional, señor Sergio Lehmann, señala que la metodología es standard para todas las economías y efectivamente se trata de medir un *spread* soberano, pero probablemente por tema de tamaño de emisiones, eso ocurre en todas las economías que incorporan también los bonos de empresas públicas. Por tanto, de acuerdo a la metodología que JP Morgan define en este sentido, obliga a la incorporación del bono de Codelco dentro del cálculo. Indica el señor Lehmann, que coincide con el comentario del Consejero señor Marshall en el sentido de que, probablemente, en la actualidad la medición y la interpretación del MB es mucho más débil de lo que era hasta hace algunos años atrás, donde se tenía esencialmente bonos soberanos, particularmente en el caso de Chile. Señala el Presidente señor Vittorio Corbo que cada vez que se ponga en un Informe, debe incluirse una nota al pie de página que explique que se trata de un problema de cambio de canasta.

El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, comenta respecto de cómo se dio vuelta el escenario de Estados Unidos de América y cómo puede darse vuelta nuevamente. Indica el señor Valdés, que si se hubiera realizado esta reunión hace una semana, se habrían presentado datos en rojo, una tasa larga de 25 ó 30 puntos más abajo. Agrega el señor Valdés, que los datos marginales han sido sorprendentemente fuertes y nada asegura que se mantengan, pero se está frente a una volatilidad de datos macro propios de un punto de inflexión.

El Presidente señor Corbo agrega el hecho que se continúa teniendo una economía dividida, con un sector vivienda que se ha corregido fuerte, sustancialmente, como dijo la Reserva Federal en su último comunicado. Pero, al mismo tiempo, se tiene un sector servicios que continúa tremendamente dinámico, el desempleo sigue muy bajo, creándose mucho empleo porque se tienen dos economías distintas. Indica el señor Presidente que la pregunta es hasta qué punto el sector vivienda puede estar permeando al resto de la economía, y las cifras que han salido los últimos dos días muestran lo contrario. Señala el Presidente señor Corbo que cree que el mercado va a seguir preocupado, pero que el punto del Gerente de División Estudios es válido. Agrega que este es un mes y hay que seguir observando, pero se está justamente en el punto de inflexión, y se pregunta hasta qué punto esto es aceleración de los dos trimestres y si es el escenario que la Reserva Federal esperaba. Al respecto, señala que lo interesante es que la economía americana muestra un sector de servicios tremendamente dinámico y que lo más probable es que va a sostener al consumo por más tiempo.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que el hecho que la actividad haya crecido más, se debe a los aumentos de los inventarios en Estados Unidos de América, que es algo que él había mencionado en alguna reunión de coyuntura, lo que no resulta necesariamente una buena noticia. Agrega, que una acumulación no deseada de inventario, puede ser en realidad un anticipo más bien distinto de un debilitamiento hacia futuro. Sin embargo, menciona que le llama profundamente la atención que exista un mercado que espera una actitud un poco más *dovish* de la Reserva Federal, si bien la probabilidad de una baja de tasas ha caído, la probabilidad sigue siendo alta. Hace presente el Consejero señor Marfán, que se dijo que esta situación estaba totalmente pasada de moda, pero sigue siendo superior a un 50%, la posibilidad de que haya dos bajas en el transcurso del próximo año. Indica el señor Consejero, que la Reserva Federal no publica su propia proyección de tasa, pero está con un discurso *hawkish* todo el tiempo, por lo cual propone una interpretación. Manifiesta el Consejero señor Marfán que tiene la impresión que cuando existen efectos de *shocks* del petróleo fuertes, lo que se debería apreciar, y esta es una hipótesis que está planteando, que hay un aumento del IPC, de la inflación observada, y el IPC Core recibe solamente los efectos de la segunda vuelta que se dan en el tiempo y viceversa. Indica, que cuando baja se observa una caída del IPC, el IPC Core demora más tiempo en caer. Agrega, que tiene la impresión de que los efectos de política económica para una misma regla de Taylor, donde se está monitoreando el IPC efectivo a futuro versus el IPC Core contemporáneo son totalmente



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 101
Política Monetaria
14.12.2006 7.-

distintos. Por lo tanto, señala el Consejero señor Marfán que Estados Unidos de América todavía está viendo los efectos de un IPC Core que está recibiendo los efectos, probablemente más bien rezagados, de lo que fue el aumento y se va a demorar un tiempo en reflejar lo que ha sido la rebaja reciente del petróleo. En consecuencia, señala que de alguna manera la política que están siguiendo fue beneficiosa en el momento del aumento, o sea, fue *dovish* cuando subieron los precios del petróleo, pero hoy es particularmente *hawkish*, porque está con un paso que es levemente más atrasado al ver el IPC Core contemporáneo. Señala el Consejero señor Marfán que cree que eso le acomoda, una Reserva Federal o un Banco Central que está monitoreando un indicador de inflación que lleva a pensar que la política tiene que ser *hawkish* y por otro lado, un mercado que es muy *forward looking* y que dice que no hay razón para ser tan *hawkish*, pero probablemente hay un problema de diseño en la política que es más bien monitorear inflación adelantada.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Esteban Jadresic cree que con los últimos datos positivos de Estados Unidos de América, no se puede descartar que estén anticipando un cambio del punto de inflexión, un cambio de escenario, pero es muy temprano todavía para decirlo, porque la verdad es que si se observa incluso un mes atrás, durante la primera parte de ese mes hubo noticias negativas, y de hecho los efectos netos de todo esto probablemente son más bien negativos, respecto a lo que se esperaba hace un mes. Si se mira la interpretación de los mercados financieros, las tasas largas están más bajas que hace un mes, y el dólar se depreció en forma significativa. Indica el señor Jadresic, que lo anterior tiene que ver también con datos favorables en Alemania y en Europa, pero hay un componente pendiente, porque esta apreciación se produjo al comienzo, cuando los datos fueron negativos. Entonces, cree que todavía se está hablando de algo que puede durar, pero que supone está dentro del rango de las fluctuaciones que se han estado observando desde hace algún tiempo, y que corrobora un escenario central de una desaceleración moderada.

El Gerente de División Estudios, señor Valdés agrega un comentario respecto a la interpretación de la Reserva Federal. Señala que en una lectura se enteró que estaban muy incómodos con el tipo de cambio, a propósito de que el mercado, al esperar baja de tasa, puede haber generado esta depreciación reciente, y vía tipo de cambio se le estaba complicando el panorama inflacionario, además del tema de las brechas.

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.

El Gerente señor Magendzo manifiesta que las noticias del último mes apoyaron el escenario de mayor actividad previsto para este trimestre, con un Imacec de octubre que creció por sobre 5% anual (4,6% sin efecto calendario), revirtiendo parcialmente la debilidad del tercer trimestre, en especial en la industria. Agrega, que a ello se suma que la inversión ha recuperado dinamismo tras la caída del segundo trimestre, lo que es coherente con el escenario de mayor crecimiento proyectado para los trimestres venideros, pero no modifica el riesgo que la desaceleración de la actividad sea más duradera. Señala el señor Gerente, que por el lado de la inflación, no se verificaron noticias relevantes en el mes, aunque el escenario de corto plazo sigue estando muy por debajo de lo proyectado en septiembre, y que no se observan presiones inflacionarias relevantes. Indica el señor Magendzo, que las expectativas de mercado para la tasa de política monetaria se han alineado con un escenario de mantención en los próximos trimestres, mientras las expectativas de inflación a uno y dos años plazo se mantienen por debajo de 3% anual y las de más largo plazo, siguen ancladas a este valor.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 101
Política Monetaria

14.12.2006 8.-

Destaca el señor Gerente de Análisis Macroeconómico, que en los mercados financieros nacionales, las expectativas para la tasa de política monetaria se han alineado con un escenario de mantención en los próximos trimestres, lo que se aprecia tanto en la curva *forward* como en la encuesta de expectativas de mercado. Agrega, que el resto de las variables financieras no muestran mayores novedades. Señala el señor Magendzo, que si de algo conviene hacer mención es que la tasa de crecimiento anual del crédito sigue atenuándose. Menciona que las tasas de interés de mercado no tuvieron mayores cambios, y las de los documentos del Banco Central tuvieron descensos de entre 5 y 20 puntos base, especialmente, concentrado en plazos más cortos (BCP2 y BCU5). A su vez, señala que el dinero, siguió creciendo a tasas anuales entre 8% y 16%, según la definición que se utilice. Menciona, que con respecto al tipo de cambio peso-dólar, éste se ubicó en niveles algo más apreciados que los vigentes hace un mes, luego de deshacer la depreciación mostrada hasta fines de noviembre. Hace presente, que en términos multilaterales, en cambio, el peso se ha depreciado en los mercados externos producto del alza del euro y del yen. Por otra parte, señala que el tipo de cambio real continúa en niveles similares a los de los últimos seis meses.

Comenta el señor Magendzo, que las noticias de actividad del último mes se enmarcaron en el escenario de mayor crecimiento proyectado para el trimestre en curso. La tasa de variación anual del Imacec se ubicó por sobre 5% y en 4,6%, eliminados factores calendario, y ambos valores por sobre el promedio del tercer trimestre. Destacó también el Gerente Análisis Macroeconómico, que la industria tuvo un crecimiento mayor al de los meses previos, al mismo tiempo que la actividad del comercio se apreció menos dinámica, lo que en todo caso, no modifica el riesgo de que la desaceleración de la actividad observada en el tercer trimestre sea más duradera.

Indica el señor Gerente de Análisis Macroeconómico, que en la demanda interna se destaca un mejor panorama para la inversión; las importaciones de bienes de capital fueron superiores a lo previsto en noviembre; y, además, el panorama de corto plazo se aprecia más auspicioso, dada la puesta en marcha de distintos proyectos incluidos en el catastro. Señala que, al mismo tiempo, la información de ventas de viviendas y los meses necesarios para agotar el stock ha seguido rompiendo la tendencia negativa que mostró en buena parte de 2006. Indica el señor Madgenzo que las expectativas tanto de consumidores como de empresarios no tuvieron grandes variaciones, manteniéndose en torno o por sobre los valores neutrales.

Agrega el señor Madgenzo que en octubre, el consumo habría crecido a tasas anuales algo por sobre las del tercer trimestre, aunque las cifras de ventas del comercio de ese mes fueron relativamente débiles y otros indicadores presentaron un comportamiento positivo en el mes. Señala que en particular, las ventas industriales y las importaciones de bienes de consumo, siguen creciendo en volumen a tasas del orden de 10% anual.

En su exposición, el señor Magendzo menciona que el débil crecimiento del comercio en octubre, bastante inferior al promedio de los primeros tres cuartos de 2006, se estima, por el momento, que se debería a los vaivenes propios de las ventas del sector, no reflejando necesariamente una menor fortaleza del consumo. Además, hace presente que otros indicadores —ventas industriales— tuvieron un comportamiento positivo. Agrega, que en relación con esto último, en octubre el crecimiento de la industria fue bastante superior al del tercer trimestre. Indica el señor Magendzo que dentro de los sectores, los que destinan su producción a la sustitución de importaciones siguieron con tasas de variación anual negativas, aunque a diferencia de lo que ha sido la tónica del último año, su nivel no continuó cayendo.

Menciona el señor Magendzo que los datos del trimestre móvil finalizados en octubre muestran un panorama del mercado laboral similar al de los meses previos, esto es, un aumento significativo del empleo total focalizado en un crecimiento aún mayor del empleo asalariado, y una menor tasa de desempleo y de participación laboral. Señala que con respecto a esto último, la información disponible tras los cambios en la encuesta de empleo del

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 101
Política Monetaria
14.12.2006 9.-

Instituto Nacional de Estadísticas no permite realizar, por ahora, aperturas de la información por edades, siendo sólo apreciable que la participación de las mujeres haya devuelto una parte del incremento que tuvo entre el 2003 y 2005. Por su parte, la de los hombres sigue una tendencia descendente por lo menos en los últimos siete años. Indica que otras fuentes de información, como la Asociación Chilena de Seguridad, también muestran un crecimiento importante del empleo. Agrega, que por el lado de los salarios y costos laborales unitarios, las tasas de incremento anual y velocidades de ambos siguieron disminuyendo.

Hace presente también, que en noviembre la inflación y sus indicadores de tendencia siguieron reflejando un escenario de incremento de los precios bastante por debajo de lo proyectado en el *IPoM*, aunque sin sorpresas de cuantía respecto de lo previsto hace un mes. Señala, que la inflación mensual del IPC resultó negativa por segundo mes consecutivo, nuevamente producto del menor precio de los combustibles en el mercado interno, a los que en esta ocasión se sumó el efecto sobre las tarifas del transporte público. Indica el señor Gerente, que la inflación subyacente IPCX1, a diferencia de los meses previos, estuvo en línea con lo proyectado.

En los indicadores de tendencia, manifiesta el señor Gerente que la velocidad de la inflación IPCX1 siguió sin dar indicios de una aceleración, siguiendo algo por debajo de 2% anual por varios meses. Las medias podadas y el IPCX2 presentaron comportamientos opuestos, algunas profundizaron su caída y otras exhibieron un leve repunte.

Por último, señala el Gerente de Análisis Macroeconómico, que las expectativas de inflación a distintos plazos no han experimentado cambios sustanciales en las últimas semanas, las de más corto plazo, por debajo de 3% y las de más largo plazo ancladas al 3%.

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

Consulta el Vicepresidente señor José De Gregorio si las proyecciones de corto plazo son consistentes con el *IPoM*, o mayores, o menores que éste.

El Gerente señor Madgenzo señala que para el tercer trimestre respecto al *IPoM* fueron menores de lo que se esperaba y que el cuarto trimestre es muy similar. Agrega que en todo caso, aún está presente el riesgo de que exista una mayor persistencia de la desaceleración recientemente observada.

El Gerente señor Igal Madgenzo señala que la inflación del IPC de noviembre se ubicó en línea con lo esperado, que fue 2,1% anual. Por su parte, la inflación del IPCX1, a diferencia de lo que había ocurrido en meses anteriores, también estuvo en línea con lo esperado.

Comenta también el señor Madgenzo que en los últimos meses las medidas de tendencia inflacionaria han ido hacia la baja y que en el presente mes se presenta un comportamiento mixto, esto es, hay algunas cosas que dejaron de bajar o repuntaron algo. Además, señala el señor Madgenzo que también se modifica a la baja el panorama de inflación subyacente de corto plazo por una nueva evaluación de su velocidad de convergencia esperado. Sobre este comentario, el Vicepresidente señor De Gregorio consulta sobre lo expuesto en cuanto a que todas las tendencias inflacionarias que se tenían el mes pasado venían apuntando hacia abajo y por el otro lado, que la situación se hubiese puesto mixta, unas para abajo y otras para arriba, pero modificamos a la baja el panorama subyacente.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 101
Política Monetaria
14.12.2006 10.-

El Gerente señor Madgenzo, hace presente que lo anterior se produce porque se volvieron a revisar las velocidades que se tenían y a replantearse la convergencia que tiene el IPC subyacente hacia el 3%. Al respecto, señala que se tiene una convergencia un poco errática, pero eso no se desprende directamente de las noticias, sino que de algo más de persistencia a una inflación o una velocidad que está baja.

El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés señala que quiere precisar, que en su opinión, no sorprende lo que pasó en este mes, amparados por la RPM anterior, pero sigue siendo cierto que la menor inflación que se ha presentado en los últimos meses no se ha revertido. Lo anterior, lleva también a reevaluar la posibilidad de que el IPCX1 prontamente tome fuerza.

En materia de inversión, el Gerente señor Igal Madgenzo, señaló que las importaciones de bienes de capital siguen en cero, medidas en promedios móviles, sin embargo los últimos datos se encontrarían en cifras más positivas. El señor Ministro consulta qué sucedería si no se incluyera el Transantiago en los gráficos que se muestran. El señor Madgenzo comenta que el Transantiago representa \$ 120 millones de dólares. Agrega que en octubre el pick fue de \$ 156 millones de dólares, en noviembre \$ 68 millones de dólares y en diciembre \$ 68 millones de dólares. En enero y febrero todavía había \$ 40 y \$ 20 millones de dólares, pero en todo caso se trata de una cifra menor.

El señor Madgenzo señala que en la RPM pasada se identificó en el IPC aquellos bienes que correspondían a sectores industriales que están en esta categoría de transables y se ha apreciado que durante el 2005 se produjo una caída de los precios relativos de estos bienes que es muy importante, y el 2006 presenta una caída bastante más pronunciada.

Sobre el particular, el Presidente señor Vittorio Corbo señala que se ha podido determinar que China desplaza a Brasil y, en consecuencia, la industria nacional que podía competir con los zapatos de Brasil no puede hacerlo con los de China porque ingresan al mercado a precios muy bajos. Se trata, en consecuencia, que están cambiando los orígenes de dónde vienen las exportaciones y eso comienza a dificultar a sectores que antes podían competir con Brasil o Corea pero no con China. Agrega que China está desplazando a otras fuentes de importación, no al producto local, pero sí le quitan el margen al mercado local.

El señor Valdés señala que hay varios temas con China, pero el punto en particular, es si China exporta deflación para un mismo bien, es decir, que el mismo bien es cada vez más barato y, por tanto esto no tiene fin. En otras palabras, el mismo zapato cuesta cada año más barato. Agrega que ese no es el caso, ya que China entra normalmente a un precio para un mismo bien más barato que el resto del mundo cuando ya lo produce. Gana la cuota de mercado, pero esta pseudo deflación que importamos de China no es que caiga ese bien de nuevo, sino que el precio de otro bien vuelve a caer y vuelve a ganar cuota de mercado en el mercado siguiente y así existe un efecto repartido en el tiempo de una penetración de un precio de un salto por una vez.

El Consejero señor Manuel Marfán menciona que la hipótesis que ha planteado en alguna oportunidad, que el gran crecimiento de China, liderado por sus exportaciones, aporta al crecimiento mundial, pero también produce algún *crowding out* en otros países. Señala que el asunto que plantea el Gerente de División señor Valdés también es una historia de *crowding out* y, frente a ello lo que se señaló como hipótesis es que Chile también estaba perdiendo competitividad frente a nuestros vecinos. Lo anterior, se observa menos porque



BANCO CENTRAL DE CHILE

nuestros vecinos también pierden competitividad frente a China. En su opinión, hay que trabajar más en este tema, pero el punto está en dos cosas; primero, que si es un cambio estructural entonces no es mucho lo que la política monetaria puede realizar. Y en segundo término, como se trata sólo de algunos sectores y no se generalizó el efecto sobre el tipo de cambio real de equilibrio, la verdad es que éste debiera ser muy marginal, ya que se aprecia en la producción industrial, pero no en la balanza de pago en su conjunto.

Por otra parte, el Consejero señor Marfán señala que, en su opinión, el valor de las importaciones sube porque la demanda interna por bienes de esa categoría importable aumenta, ya que son más baratos; la producción nacional cae; y, por lo tanto, las importaciones necesariamente tienen que subir incluso en valor. Por consiguiente, el valor de las importaciones subiría y si éste sube requerimos importar más porque el efecto cantidad es enorme y el efecto precio es más bien bajo. Agrega también, que si se colocan estos antecedentes en cualquiera de los modelos del tipo de cambio real, el resultado está dentro del rango estadístico y no se traduce en nada significativo. En consecuencia, tiene la impresión, que se tiene que tener la conciencia tranquila de que el problema no es el tipo de cambio, sino que más bien es que se tiene un cambio estructural en los mercados internacionales.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco señala que habría que ser cuidadoso con esa afirmación, porque lo que puede ser cierto de los agregados no tiene por que serlo en los sectores individuales. Agrega, que en lo que ha señalado el Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, esa ganancia en términos de intercambio puede que tenga efectos beneficiosos para el consumidor y en la cuenta.

El Gerente de División Estudios señor Valdés señala que no desea que quede la impresión de que el tipo de cambio no tiene nada que ver con esta historia, porque la verdad es que en el año 2004 respondió en ese sentido a un tipo de cambio de \$750. En consecuencia, también algo de la depreciación real hubo en ese tiempo que generó efectos.

El señor Ministro señala que para decirlo de otro modo, este precio relativo es producto de dos elementos nominales dividido por uno nominal y cualquiera de éstos que estén en el numerador puede cambiar o tener un efecto. En consecuencia, señala que uno puede no querer pronunciar la palabra tipo de cambio, porque trae preocupación en ciertas personas, pero sí es pertinente por definición.

El Consejero señor Enrique Marshall, señala que tiene un comentario respecto del comportamiento del empleo asalariado y cuenta propia. Agrega el señor Consejero si se tiene alguna explicación relacionada con cambios en práctica laborales, que lleva al punto de que, a lo mejor, se le está asignando bastante importancia a este vigoroso crecimiento del empleo asalariado, que podría ser más bien un reacomodo a las nuevas prácticas laborales y ajuste a la legislación que conduzcan a que en realidad sea menos vigoroso de lo que lo que se está observando.

El Vicepresidente señor José De Gregorio, sobre el mismo tema indica que toda hipótesis que se espera, dada la rigidez del mercado del trabajo es que pierda vigor el empleo por cuenta propia y sea más vigoroso el empleo asalariado. Señala que no le parece tan relevante para entender lo que está pasando en el mercado laboral, porque igual el dinamismo que se observó en el período 2002-2003 resulta fuerte en empleo asalariado.

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 101
Política Monetaria
14.12.2006 12.-

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Madgenzo señala que no cuenta con una historia bien fundada, y que existe bastante incertidumbre también respecto a la medición que realiza el INE, la que nació en el año 2003, cuando hubo un crecimiento muy fuerte del empleo por cuenta propia y nunca se entendió bien porque en ese momento se decidió sacar esta parte del empleo de todas nuestras consideraciones y, ahora, lo que se está viendo es una reversión, una cierta normalización. Agrega que incluso hay puntos extraños, en que el empleo por cuenta propia cayó tremendamente; entonces más que nada lo que se fue ganando es una gran incertidumbre respecto a la medición de esta parte del empleo.

Por otra parte, indica el señor Madgenzo que de lo que sí se tiene certeza es que el comportamiento del empleo asalariado, se parece mucho al que se ve en otras fuentes. En consecuencia, existe cierta incertidumbre a que el empleo asalariado está teniendo ese comportamiento, constituye un crecimiento legítimo del empleo.

El Gerente de División Estudios señor Valdés agrega que lamentablemente hay análisis sobre esta materia que quisiera realizar, pero no es posible hacerlo hasta que el INE haga el trabajo completo, que consiste en visualizar qué está sucediendo con la participación por grupos, por zonas y para que sea más informativo.

El Consejero señor Manuel Marfán comenta que existe una tasa en la OIT, que le parece adecuada como indicador, porque hay poca costumbre de realizar una medición con la tasa de ocupación, o sea es el empleo sobre toda la población que está en edad de trabajar, porque eso es una mezcla entre tasa de participación. Agrega que tiene la impresión de que ésta es mucho más estable porque tiene más información cíclica que la tasa de desempleo, que es más bien una cuestión de sensación térmica que depende mucho de la evolución de la fuerza de trabajo.

Por otra parte, señala que en el día de hoy aparece una entrevista al economista señor Mario Marcel en el Diario El Mercurio, que le parece interesante de considerar, porque cree que él está revisando la propuesta de la regla fiscal, pero dice que el Banco Central tuvo algunos problemas de política económica, principalmente, por las cifras del mercado del trabajo. Agrega el señor Marfán que sería interesante saber si efectivamente el hecho de que el INE haya cambiado las cifras de empleo, motivó el que se pudiera haber tomado una decisión distinta.

El señor Madgenzo, sobre el tema, señala que en el *IPoM* de mayo se mencionó que se estaban tomando con cautela las cifras de costos laborales.

El señor Valdés menciona que este año, con las nuevas cifras, se dejó de dar credibilidad completa a las cifras de empleo en la toma de decisión y análisis. Sin embargo, lo que no cambió y tampoco se modifica con las cifras nuevas, es el cuadro de fuerte creación de empleo que hubo en el año 2005, con su consecuente efecto en costos laborales unitarios.

El Consejero señor Marfán indica que desea comentar que el señor Mario Marcel es un buen economista y muy honesto, y cree, que no tiene intenciones políticas en lo que ha señalado, de modo que lo tomaría con buena fe de que él realmente piensa así. No obstante, tiene la sensación que cuando el Gobierno impulsa la regla fiscal, lo que está implícitamente pensando es que cuando esa regla tiene un componente anticíclico éste es tenue y que, por lo tanto, la política monetaria debería jugar un rol anticíclico más fuerte. En consecuencia, a su juicio, si existe una desaceleración, el discurso consistente y coherente de ellos es que la política monetaria no jugó el rol anticíclico que debió haber tenido. Le parece que ese es el



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 101
Política Monetaria
14.12.2006 13.-

punto de fondo. Entonces, lo que se está diciendo es que el Banco Central también tiene esa regla y por lo tanto si es que hay que hacer algún rol anticíclico debiera ser más bien la política fiscal. Agrega que su impresión del planteamiento del economista señor Marcel es que éste propone revisar la regla fiscal, lo cual le parece adecuado porque ésta es inmune a *shocks*.

El Vicepresidente señor José De Gregorio, con respecto a esta discusión, señala que el Banco tuvo una sorpresa la que tendrá implicancia en los aspectos de política monetaria, en el sentido si el menor nivel de actividad, independiente de que si es transitoria o permanente, tiene impacto sobre la presión inflacionaria. Por otro lado, con respecto del tema laboral recuerda que hubo discusiones previas sobre nuestras cifras de costo laboral, ya que se advertía que había cierta anormalidad.

El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, respecto de los comentarios del Consejero señor Marfán y del señor Vicepresidente, señala que separaría el tema en dos partes. Una muy discutible que cree que no está saldada, consistente en el grado de activismo de la política macro y la responsabilidad del lado del Banco Central o del lado del Fisco, en ese activismo total. Agrega que, en su opinión, uno está amarrado a la regla fiscal, mas la meta de inflación y eso le pone cierta cota al activismo a la política macroeconómica. Cree, sin embargo, que con grados distintos de activismo se hubiesen hecho cosas muy distintas porque lo que se produjo en realidad, fue una evolución de la economía inesperada en que no hubo forma de preverla. Nota que en este tema hay que reconocerle al ex Ministro señor Nicolás Eyzaguirre que lo señaló como un riesgo en estas reuniones, en varias oportunidades. Sin embargo, cree que es injusto decir que era evidente hacer una política más expansiva, porque fue un *shock*.

El Consejero señor Marfán señala que declara cierta culpabilidad de la acusación que realizará porque no quiere deslindar ninguna responsabilidad en lo que le compete, pero tiene la impresión que la corrección que se hizo de la tasa neutral, si se hubiera usado esa nueva metodología antes, la política monetaria habría comenzado a ser menos *hawkish*. Agrega que en su opinión muy honesta y genuinamente pensábamos que la tasa neutral estaba donde se encuentra. Expresa que no se siente moralmente culpable, salvo de la constante metodológica, pero que nos llevaba para otra dirección, no para la que finalmente se corrigió, y piensa que este es un punto distinto que la sorpresa porque es un cambio de nuestro modelo.

Se retira de la Sala el señor Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco Brañes y su Asesor Macroeconómico señor Luis Felipe Céspedes Cifuentes.

El Presidente señor Vittorio Corbo señala que el Banco amortiguó ese efecto porque para el horizonte más corto se usó una más baja que lo que daba la tasa neutral y se pensaba que a ésta se iba a llegar mucho después.

El Presidente, señor Vittorio Corbo, suspende la Sesión a las 13:50 horas e informa que la misma se reanudará a las 16:00 horas.

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 101
Política Monetaria
14.12.2006 14.-

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 101.

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

El señor Gerente de División mencionado informa lo siguiente:

En la reunión de política monetaria de noviembre, el Consejo decidió mantener la tasa de interés de política monetaria en 5,25% anual, nivel que mantiene desde julio pasado. En la decisión antes referida, se consideró que la actividad seguía mostrando un dinamismo reducido y la inflación era menor que la esperada, tanto por menores precios del petróleo como por una menor tendencia inflacionaria. Asimismo, se comunicó que cambios futuros en la tasa de política monetaria dependerían de la nueva información que se acumulara y sus implicancias sobre la inflación proyectada, estableciendo de ese modo un sesgo neutral.

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

- En el lado externo, al igual que en los últimos meses, el menor dinamismo de Estados Unidos de América se sigue compensando por la mayor fortaleza de otras regiones, en particular Europa. Las condiciones financieras continúan favorables, con reducciones adicionales en las tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos de América y alzas solo moderadas en los *spreads* soberanos de países emergentes. Los precios alcanzados por el cobre y el petróleo no modifican el cuadro de disminución gradual de ambos precios. El dólar se ha depreciado respecto de otras monedas de países desarrollados.
- En el ámbito interno, se observan incipientes signos de reversión de las tendencias observadas en los últimos meses, que daban cuenta de un menor dinamismo de la actividad y una tendencia de la inflación cada vez más reducida. Por un lado, la información disponible apoya el escenario de mayor crecimiento de la actividad previsto para el cuarto trimestre. La inversión sigue creciendo y el sector industrial tuvo un repunte notorio. El desempleo continúa disminuyendo y la creación de empleo asalariado sigue muy robusta. Por otro lado, si bien la tendencia inflacionaria se mantiene baja y las presiones de costos están contenidas, hay señales más mixtas respecto de la dirección que está siguiendo la tendencia inflacionaria.
- Ha continuado el ajuste hacia abajo de la estructura de tasas de interés, tanto nominales como reales. Ello refleja tanto movimientos de tasas externas a la baja como el aplanamiento de las expectativas para la tasa de política monetaria en los próximos trimestres. El crecimiento del crédito ha seguido atenuándose.

Señala el Gerente de División Estudios señor Valdés, que con los antecedentes disponibles, es difícil justificar una opción distinta a la de mantener la tasa de política monetaria en esta reunión.

Menciona el señor Valdés que, al igual que el mes pasado, se puede descartar como opción un aumento de la tasa de política monetaria hoy. Agrega que desde el último *IPoM*, se ha ido consolidando un panorama de inflación reducida, influido por el comportamiento tanto de la actividad como de la tendencia inflacionaria efectiva y de los

h



BANCO CENTRAL DE CHILE

costos. Indica también el señor Gerente de División Estudios, que en el escenario base de proyecciones, ya se contemplaba mantener la tasa de política monetaria por un tiempo prolongado, para reiniciar luego aumentos graduales. Menciona que las novedades acumuladas desde septiembre apuntan hacia una trayectoria de la tasa de política monetaria por debajo de aquélla.

Señala el Gerente de División Estudios, señor Valdés que al igual que en el mes anterior, no parece haber justificaciones suficientes para considerar como opción plausible, para esta reunión, reducir la tasa de política monetaria. Comenta el señor Valdés, que si bien la baja tendencia inflacionaria y la postergación que ha tenido el cierre de holguras de capacidad podrían requerir de un mayor impulso monetario, de manera de reorientar la inflación hacia 3%, no es evidente que, con la tasa de política monetaria en su nivel actual, la inflación proyectada a dos años sea muy distinta de 3%. Además, las novedades acumuladas desde la última reunión no han profundizado el cuadro de ampliación de brechas y menor tendencia inflacionaria, sí algo ha tendido a validar el escenario de reaceleración de la actividad. Señala el señor Gerente de División, que a ello se suman las buenas perspectivas que continúan para los determinantes más próximos del crecimiento, como el buen escenario internacional (que mantiene riesgos), condiciones financieras internas favorables, el impulso fiscal esperado para 2007 y la reversión de algunos fenómenos puntuales. Agrega que las expectativas privadas son coherentes con el escenario de reaceleración de la actividad y de la inflación contenida, mientras el menor desempleo pone alguna cuota de cautela sobre la magnitud de las brechas efectivas.

Menciona el señor Valdés que, aún cuando no sea evidente que la inflación proyectada al horizonte de dos años difiera de 3%, cabe analizar la pertinencia de una política monetaria más activa, de manera que la convergencia al centro del rango meta ocurra antes del fin de ese horizonte. La principal ventaja asociada es que, ante un *shock* de demanda como el que se ha tenido, al menos en parte, ello permite alinear más rápidamente tanto la inflación como la brecha de actividad. El principal punto en contra de esta acción es la inestabilidad que podría sufrir la tasa de política monetaria. En particular, podría ser necesaria una reversión del instrumento al corto andar para evitar que la inflación sea excesiva hacia horizontes más largos, que, transcurrido un tiempo, serán parte del horizonte de proyección. Indica el señor Valdés que, la cuantificación precisa de estos factores requiere de un ejercicio completo de proyecciones, por lo que para su evaluación puede ser pertinente esperar hasta el proceso de preparación del próximo *IPoM*.

Señala el Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, que en suma, es difícil justificar una opción distinta a la de mantener la tasa de política monetaria en esta reunión. De hecho, y a pesar de que la comunicación anterior del Banco ha dejado en claro que el signo del próximo movimiento será contingente a las novedades, una acción distinta a mantener sería muy sorpresiva, a la luz de la expectativa prácticamente unánime de mantención y de las novedades del mes aún poco concluyentes.

Finalmente, hace presente el señor Valdés que, en caso de mantenerse la tasa de política monetaria, no se estima necesaria una modificación del tenor del comunicado de noviembre, porque el último ajuste realizado deja abierta la posibilidad de distintos cursos de acción.

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

El Gerente de Investigación Económica don Klaus Schmidt-Hebbel hace presente que respecto del último mes, las novedades han sido menores, tanto interna como externamente. Señala el señor Gerente, que en lo externo, se confirma un escenario de una



BANCO CENTRAL DE CHILE

economía mundial boyante, para el bienio 2007-2008, con riesgos acotados, y en lo interno, el mayor crecimiento del Imacec y distintas medidas de inflación sugieren un quiebre de la tendencia hacia menos crecimiento y menor inflación observada en meses precedentes.

Asimismo, el Gerente de Investigación Económica señala que está de acuerdo con la opción de mantener la tasa de política, pero agrega que quiere detenerse en la posición de la política monetaria actual, a la luz de la coyuntura actualmente observada y las proyecciones y expectativas para la inflación, el producto y las tasas para el horizonte de política, en torno a los dos años.

Agrega el Gerente de Investigación Económica don Klaus Schmidt-Hebbel, que en relación a la brecha y al crecimiento, distintas medidas de brechas indican que la economía chilena está en una situación de pleno empleo o muy cercana a ella. La tasa de desempleo nacional está algo por debajo de la mejor estimación disponible para la tasa natural. Las estimaciones para la brecha de actividad, la diferencia entre el PIB efectivo y el nivel potencial estimado, varían entre levemente positivas y levemente negativas. Indica que existe mayor incertidumbre en nivel y tasa de crecimiento del PIB potencial. Agrega que nuestro escenario base de crecimiento futuro de 5,3% y otras proyecciones a 5,7% (CEPAL) en 2007, y tasas en torno al nivel de crecimiento potencial para 2008, sugieren sobre-empleo o brecha positiva para el futuro próximo y, ciertamente, para el horizonte de política.

Asimismo, el Gerente de Investigación Económica hace referencia a las proyecciones y expectativas de inflación. Indica que sobre los escenarios de tendencia de mediano plazo, de cuidar en el precio del petróleo a lo largo de 4 ó 5 años, éste se reflejaría, ciertamente en una inflación del IPC total por debajo del IPC subyacente, por varios años y por el mismo período -una brecha persistente entre ambos- las proyecciones de inflación y las distintas medidas de compensación inflacionaria y de expectativas apuntan a un amplio rango de proyecciones de entre 2,35% y 5% para horizontes entre 1 ó 3 años, quizás centradas algo por debajo de 3%, dependiendo de cómo se ponderan.

Agrega el Gerente de Investigación Económica don Klaus Schmidt-Hebbel, que las medidas de impulso monetario y de brechas entre la tasa de política monetaria efectiva y neutral coinciden en reflejar una política monetaria aún expansiva. Indica que el impulso monetario actual, contribuye a un mayor crecimiento de 1,5%, y la tasa de política monetaria actual está aún a 50-125 puntos base por debajo de distintas medidas de la tasa neutral.

Finalmente, agrega el Gerente de Investigación Económica que en expectativas de inflación bien ancladas, una brecha de actividad positiva o sobre-empleo a un horizonte en torno a 2 años plazo, proyecciones de inflación, expectativas de inflación y medidas de compensación inflacionaria cercanas a 3%, pero con una gran depresión en el horizonte de política, y considerando que la tasa de política monetaria actual está entre 50 y 125 puntos base por debajo de la tasa estimada neutral, no se debiera descartar fácilmente la opción de subir las tasas en el futuro próximo.

El Gerente de División Operaciones Financieras, señor Esteban Jadresic, señala que básicamente está de acuerdo con lo propuesto por la Gerencia de División Estudios. Agrega que hay un par de elementos del diagnóstico que quiere mencionar. El primero se refiere a que la tendencia inflacionaria se mantiene baja y las presiones de costo están contenidas, e indica que hay señales más mixtas respecto de la dirección que está siguiendo la tendencia inflacionaria. Indica que este tema se discutió en la reunión realizada en la mañana y no resulta claro, ya que al menos en las nuevas medidas que ha presentado la Gerencia de División Estudios es que se corrigen por efectos estacionales al obtener estas medias podadas de menos tendencia inflacionaria. Indica que esos datos apuntan a una tendencia inflacionaria que continúa a la baja en la mayoría de los casos y también por debajo del 3%. Manifiesta el señor Jadresic, que se señala una postergación en el cierre de holguras de capacidad y ese

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

item cree que es algo menos claro porque no sólo se ha postergado sino que también ha aumentado en algo la magnitud de la brecha observada. Hace presente el Gerente de División Operaciones Financieras que si se observan las proyecciones presentadas en la reunión de la mañana, el supuesto que hay es que la caída o las sorpresas del tercer trimestre casi se compensan en buena medida durante el cuarto trimestre. Agrega que es un poco más bajo y esto ratifica que la brecha habría crecido. Agrega que en todo caso, este es un supuesto relativo que puede ser considerado optimista y los datos más recientes de actividad lo apoyan en alguna medida. Asimismo, el señor Jadresic menciona que no es tan claro que se haya postergado este cierre de holguras, sino que también a lo mejor ha aumentado un poco la brecha, atendido que estos dos elementos apuntan hacia una misma dirección. El señor Jadresic está de acuerdo con la recomendación que se refiere a la inestabilidad que podría sufrir la tasa de política monetaria con los consiguientes riesgos de comunicación y de pérdida de efectividad y potencialmente de credibilidad del mensaje del Banco Central y por ello, comparte que en esto hay que moverse con cautela y es pertinente esperar hasta el proceso de preparación del próximo *IPoM*, para hacer proyecciones más detalladas y cuidadosas al respecto.

El Gerente de División Política Financiera señor Pablo García, señala que como se ha discutido en otras ocasiones, hay diversos motivos para justificar una decisión de política monetaria en particular. Puede ser para reflejar noticias en la nueva información que justifiquen un cambio de estrategia de política, acciones que consoliden una estrategia previa ya establecida, o movimientos para enfrentar situaciones de riesgo a futuro. La decisión de pausar de forma más prolongada y reflejar ello en el comunicado en y desde el último informe se puede entender como lo primero. En la actualidad, difícilmente es posible justificar una estrategia distinta a mantener la tasa de política monetaria a la espera de noticias, por lo que cualquier acción, en términos de movimientos, debiese ser sobre la base de los riesgos.

Señala el señor García que en ese ámbito, estima que los riesgos inherentes a mantener la tasa de política monetaria no son menores que los riesgos de una reducción en cada ocasión. Ello, pues si frente a una reducción ahora es necesario volver a incrementar la tasa de política monetaria, ello sería en un horizonte prolongado de tiempo en el futuro. Por el contrario, manifiesta que en caso de mantenerla, los riesgos de tener que realizar luego acciones más agresivas y en un plazo corto son más aparentes. De esta forma, el riesgo de inestabilidad por movimientos más bruscos en las tasas cree que es superior en el caso de mantener que en el caso de realizar una reducción moderada. Por ello, señala el Gerente de División Política Financiera la decisión de reducir la tasa de política monetaria, en esta ocasión, estima que no es completamente descartable a futuro.

El Gerente de División Estudios señala que tratará de dilucidar dos hechos, a los cuales se le dieron características muy distintas por parte del Gerente de Investigación Económica señor Klaus Schmidt-Hebbel y el Gerente de División Operaciones Financieras, señor Esteban Jadresic.

Sobre el particular, el señor Valdés comenta que no se pueden tener discusiones de implicancias de política sin tener los hechos claros respecto de lo que está pasando. El primer hecho se refiere a lo que planteó el señor Gerente de Investigación Económica, quien se refirió a que las brechas prácticamente pueden ser hoy día para el otro lado, es decir que existe sobre-empleo o que estamos ad portas de un riesgo de sobre-empleo que tiene su lógica en la tasa de desempleo del INE exclusivamente. El Gerente de División Operaciones Financieras señor Esteban Jadresic argumentó el caso contrario, o sea que hoy día se tiene una brecha amplia. Al respecto, el Gerente de División Estudios señor Valdés señaló que la realidad precisa ciertamente se desconoce. Sin embargo, agrega el señor Valdés que de los datos recopilados se puede decir, en primer lugar, que las brechas actuales son más amplias de lo esperado; en segundo lugar, que la brecha es positiva hoy día y, en



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 101
Política Monetaria
14.12.2006 18.-

tercer lugar que en este trimestre no se está ampliando la brecha, sino que se amplió básicamente en los últimos trimestres, pero el margen va a tener una velocidad fuerte y por tanto, no es una ampliación más. El señor Valdés cree que se va a tener que seguir discutiendo y tener otros elementos sobre la mesa para hacer un esbozo. Agrega, que la magnitud precisa está abierta a discusión.

Finalmente, el Gerente de División Estudios se refiere a la inflación. De acuerdo a lo expuesto por el Gerente de Investigación Económica existe un amplio espectro de medidas de inflación que van desde 2,5% y 5% y, por lo tanto, básicamente estaríamos centrados en 3% en cuanto a las expectativas en un horizonte de dos años. En cambio, el Gerente de División Operaciones Financieras señor Jadresic, se refirió al lugar que ocupa hoy la tendencia inflacionaria, sin referirse a que haya una reversión en las medidas. Manifiesta el señor Valdés que de lo expuesto anteriormente, se desprende que el promedio de inflación no es 3% está bajo el 3%, e indica que claramente tenemos una inflación bajísima y lo mismo se observa para el próximo año. Menciona también que durante el segundo semestre del próximo año podríamos estar algunos meses bajo el 2%, y que las expectativas de largo plazo siguen bien ancladas y claramente no hay desanclaje. Por último, el Gerente de División Estudios hace presente que las medidas puntuales en el margen muestran un cuadro menos evidente que el que se tenía en los últimos meses, y señala que es rescatable que no se siga profundizando la caída de tendencia inflacionaria hoy día.

El señor Ministro de Hacienda don Andrés Velasco, señala que va a comentar cuatro puntos. En primer lugar, cree que es difícil un argumento para una opción que no sea la mantención por lo que no tiene nada más que añadir, y se suma a lo que parece ser un consenso bastante amplio. En segundo lugar, en cuanto al balance de los riesgos, señala que tiene un signo muy claro, ya que el riesgo que haya más persistencia de la baja en actividad es sólo una observación y señala que construir hipótesis basándose en una observación es un poco aventurado. Indica el señor Ministro que en materia inflacionaria cree que es exactamente lo mismo. El balance de los riesgos a su juicio es un balance que lleva a temer, es decir que ocurra precisamente lo que acaba de mencionar el Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, en el sentido de tener un período sostenido de tiempo en que varias de estas estaciones estén por debajo de 2%. El señor Ministro de Hacienda no cree que esto lleve a un desanclaje sistemático, sino que las expectativas de los analistas en Chile se toman de manera bastante acientífica, lo que puede llegar a ser un problema y tener riesgos reales en el sentido que nos estemos alejando del cumplimiento de la meta. Agrega el señor Ministro que también existen riesgos de percepción, dependiendo de cómo se analicen por parte de los analistas.

El señor Ministro de Hacienda don Andrés Velasco, señala que sigue temiendo que los riesgos sean una actividad menor a la proyectada y una inflación algo menor a la que quiere ver. Agrega, que esto nos lleva, en tercer lugar, a considerar lo que se diga en el Comunicado. Menciona que las señales que se han transmitido anteriormente han sido claras debido a que ambas alternativas estaban abiertas, y que habría una suerte de regla implícita contingente que, dependiendo de lo que se leyese, podrían haber movimientos hacia arriba y hacia abajo. El señor Ministro opina que este lenguaje hay que mantenerlo y reforzarlo, ya que en su opinión está entregando la señal correcta.

Finalmente, y en cuarto lugar, el señor Ministro de Hacienda menciona que no le parece correcto justificar las opciones de política en términos de si el mercado lo espera o no. Agrega el señor Ministro de Hacienda que se tienen reglas de política que son contingentes y por lo tanto, hay acciones que se toman sobre la base de observaciones respecto a ciertos procesos, y si la regla que se tiene, ya sea implícita o explícitamente nos indica que hay que tomar una decisión, sea ésta coherente o no con lo que el mercado está esperando, no le parece que sea un criterio válido. Al respecto, agrega que el comunicado debe dar las señales correctas, de modo que el patrón de comportamiento que el mercado tiene respecto al Banco



BANCO CENTRAL DE CHILE

sea el efectivo. Asimismo, agrega que si en alguna oportunidad el Banco no fue claro en su comunicado, habría que tomar acciones con los hechos y no solamente con las palabras para cambiar esa percepción. Por último, el señor Ministro de Hacienda don Andrés Velasco, hace presente que en términos generales le parece que las cosas se hacen o no. Argumentar que hay otros que esperan algo distinto no es el camino correcto.

El Gerente de División Estudios comenta que este tema es debatible y por lo mismo, no es el punto central para tomar una decisión económica. Agrega que si la consulta la cambia de posición, ésta se debe tomar en cuenta o ignorarla. El Gerente de División Estudios manifiesta que una acción de política esperada versus la no esperada tiene implicancias distintas en el mercado. Señala que los precios financieros se van a mover y por lo tanto, la población va a sufrir pérdidas de ganancia de capital, es decir unos ganan y otros pierden. En consecuencia, y respecto de la implicancia en la futura trayectoria de las tasas, en que una acción no esperada puede ser vista como una acción más activista, es decir con más información, hay más consideración adicional a tomar. Finalmente, el Gerente de División Estudios señala que está cien por ciento seguro que no hay que analizar mucho la situación pero tampoco ponderarla cero.

El señor Ministro de Hacienda don Andrés Velasco, señala que comparte la posición del Gerente de División Estudios don Rodrigo Valdés en el siguiente sentido. Solicita que supongamos que lo que tenemos es una regla de reacción monetaria en la cual hay ciertas cosas que importan. Al efecto, da un ejemplo hipotético que consiste en suponer que importa la brecha entre potencial y demanda y suponer que la demanda depende de la riqueza y que la riqueza depende de lo que pase con el movimiento de las tasas porque tienen efecto riqueza. En ese caso, es totalmente correcto preguntarse qué pasa con la magnitud de esta sorpresa, porque la sorpresa incide en la riqueza, la riqueza incide en la demanda, la demanda incide en la brecha y la brecha incide en la inflación. Si ese es el mecanismo, señala compartirlo plenamente.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que va a contar como hace el ejercicio de votar. Al respecto, señala que si cree que hay que subir vota subir, independientemente de lo que el mercado crea. Si cree que hay que bajar o mantener también tengo esa convicción. El punto es más bien cuando uno tiene la duda. En ese caso, no está seguro si lo que hay que hacer es bajar o mantener, y en tal escenario, uno tiene que buscar elementos de segundo orden para tomar una decisión; consideraciones tácticas; que es lo que esperaba el mercado, etc. Sin embargo, si cree que corresponde mantener y el mercado espera que hay que bajar, afirma que no va a dudar porque el mercado crea algo distinto de su convicción.

El Presidente señor Vittorio Corbo señala que la forma de actuar es básicamente que si uno hace política monetaria en forma sistemática, el mercado va a ir entendiendo cada vez más la forma en la cual el Banco Central actúa. Se va a ir anticipando. Si uno cree que el mercado va a ser capaz de anticipar bien es que entiende bien lo que hace el Banco Central, y eso es lo que ha pasado en Chile a través de los últimos años. Agrega que si en algunas ocasiones, creemos que tenemos suficiente evidencia para tomar una decisión que vaya en contra del mercado, o que el mercado no nos ha entendido bien, hay que tomar la decisión y explicar bien lo que se hizo. Nuestra labor será explicar bien por qué no nos pudo entender el mercado.

40



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 101
Política Monetaria
14.12.2006 20.-

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 y los análisis que han efectuado con motivo de esta reunión. Señala el señor Consejero que en el frente externo la noticia más importante sigue siendo la desaceleración de los Estados Unidos de América, que por el momento no ha tenido un impacto significativo en el crecimiento global, porque se ha visto compensada con la reafirmación del crecimiento en otras regiones, como Europa, Asia y América Latina. Con ello las proyecciones del crecimiento global para éste y el próximo año no han sufrido modificaciones. La preocupación por la inflación en los países desarrollados se ha atenuado. En Estados Unidos de América los mercados apuestan a bajas en la tasa de política en el curso del próximo año. Agrega el señor Consejero, que en Europa y Japón los mercados siguen esperando nuevos ajustes hacia arriba en las tasas de interés. En tanto, los mercados financieros internacionales han permanecido relativamente estables en el último tiempo. En los países desarrollados las tasas de interés de largo plazo han vuelto a bajar algunos puntos base respecto a la última reunión. Para los países en desarrollo las condiciones de acceso al financiamiento externo siguen siendo favorables, con cambios más bien marginales en los *spread* soberanos. Los *commodities* no han deparado sorpresas.

Por otra parte, el Consejero señor Marshall menciona que el precio del petróleo ha subido levemente para ubicarse en niveles algo por sobre los US\$ 60 el barril. Por su parte, el precio del cobre ha vuelto a descender ubicándose en niveles levemente por sobre los US\$ 3 la libra.

En el frente interno, manifiesta el señor Consejero, los agregados monetarios muestran tasas de expansión similares a las observadas en meses anteriores. Indica que una noticia importante en el ámbito financiero es el comportamiento de las colocaciones bancarias. Señala que con los datos acumulados en los últimos meses se ha configurado una tendencia que muestra una gradual disminución de las tasas de expansión de estos agregados, lo que resulta concordante con las proyecciones de los propios banqueros que esperan para el próximo año tasas de crecimiento del crédito algo más bajas que las de este año. Así, el mercado del crédito podría estar entrando en un proceso de ajuste gradual, lo que estaría en sintonía con las condiciones macroeconómicas subyacentes.

En el mercado de valores el acceso para las corporaciones se mantiene expedito y atractivo dado los retornos exigidos. Señala el señor Marshall que las tasas largas, en el curso del último mes, han vuelto a bajar y se observa bastante actividad en el mercado de bonos. Indica el señor Consejero que el peso ha fluctuado en el rango de los \$ 525 y \$ 530 por dólar y su actual nivel es similar al que se tenía en la última reunión.

En materia de gastos y actividad, manifiesta el señor Marshall que los últimos datos tienden a avalar la perspectiva de una recuperación del dinamismo, que es lo contemplado en nuestro escenario base.

Respecto a la demanda, ésta muestra un repunte respecto a los dos trimestres anteriores, especialmente su componente inversión. Por su parte, el consumo sigue exhibiendo un crecimiento significativo apoyado por la evolución de los salarios y el empleo.

Hace presente el Consejero señor Marshall que las expectativas de las empresas y los consumidores se han estabilizado en niveles que denotan neutralidad o un moderado optimismo. Los primeros datos de actividad del cuarto trimestre muestran una

40



BANCO CENTRAL DE CHILE

reversión de la tendencia observada en el tercer trimestre y en este sentido, se destaca el repunte del sector industrial. Sin embargo, aún se tienen pocos datos para evaluar con precisión la intensidad y la persistencia en el tiempo de esta recuperación.

Agrega el señor Consejero, que en materia laboral se mantienen las tendencias observadas en los últimos meses. El empleo total crece en forma apreciable impulsado por una vigorosa expansión del empleo asalariado, y la desocupación vuelve a bajar. Las presiones salariales están contenidas, el costo de la mano de obra sigue exhibiendo tasas de variación acotadas.

En relación a la inflación, el Consejero señor Marshall señala que la variación del IPC de noviembre no deparó sorpresas y volvió a mostrar un registro negativo. Sin embargo, la variación en doce meses se mantuvo en 2,1%. Agrega que las medidas de inflación subyacente y de tendencia muestran niveles más en bajo y configuran un panorama benigno hacia delante. Las expectativas de mercado para plazos cortos aparecen por debajo del 3%, pero para plazos más largos siguen ancladas en torno al centro del rango meta.

En suma, lo que se observa son signos de recuperación del dinamismo y una tendencia inflacionaria relativamente baja. Las perspectivas de que la recuperación se afirme en los próximos trimestres se mantienen plenamente válidas, especialmente si se tienen en cuenta las condiciones internas y externas subyacentes. Indica el señor Marshall, que éste sigue siendo el escenario más probable para el próximo año. Sin embargo, existen riesgos y éstos han aumentado. Indica que la recuperación podría no tener la fuerza esperada y la inflación podría ubicarse y permanecer en niveles excesivamente bajos. En este contexto, señor el señor Consejero, la única opción razonable, y en esto coincide plenamente con la Minuta, es mantener la tasa en su actual nivel. Es claro que la opción de subir la tasa debe ser completamente descartada, quizás es menos evidente que la opción alternativa de bajarla, la que debe ser también descartada, considerando los riesgos que se visualizan. Sin embargo, en su opinión, los antecedentes disponibles no le otorgan la plausibilidad necesaria para ser considerada como una opción en esta oportunidad.

Indica el Consejero señor Marshall, que el último Comunicado asignó un sello neutral a la orientación de la política monetaria, y que al mismo tiempo abrió la posibilidad de distintos cursos de acción y condicionó cualquier decisión futura a alguna información que se acumule y a sus implicancias para la inflación proyectada. El señor Consejero estima que el Comunicado de esta reunión debería plantearse en términos similares a los de la reunión anterior. Advierte, sin embargo, la necesidad de compartir con el mercado una visión más completa sobre la orientación de la política monetaria y los posibles cursos de acción en los próximos trimestres. Manifiesta el señor Marshall que la mejor oportunidad para hacerlo, tal como se plantea en la Minuta, no es ésta sino el próximo *IPoM* que será emitido en momentos en que se contará con nuevos antecedentes sobre la trayectoria de la actividad de la inflación y con proyecciones más afinadas para todo el horizonte de política.

En virtud de todo lo señalado y revisado, el Consejero señor Enrique Marshall vota por mantener la tasa de política en su actual nivel de 5,25% y al mismo tiempo se inclina por mantener un sello neutral en el Comunicado.

El Consejero señor Manuel Marfán agradece el análisis del *staff*. Señala que respecto de la Reunión de Política Monetaria anterior no ha habido sorpresas en el escenario externo, manteniéndose la reducción gradual en los precios del cobre y del petróleo que se preveía hace un mes.

En lo interno, indica el señor Consejero que el análisis tiene más matices. Señala que si bien hay signos incipientes que revertirían la tendencia a un menor crecimiento en el corto plazo, no hay claridad respecto de la fuerza y de la persistencia que ese cambio de

42



BANCO CENTRAL DE CHILE

tendencia pudiera tener. A su juicio, se está experimentando el rebote de actividad que se preveía, con lo que en el actual trimestre ya se debería observar un repunte significativo, pero existe el riesgo de que ese cambio de tendencia tenga menor fortaleza.

En materia inflacionaria, el Consejero señor Manuel Marfán señala que no se observan presiones adicionales significativas distintas a las de hace un mes, y los precios de los activos como los de las expectativas de las mesas de dinero, siguen exhibiendo una proyección inferior al centro del rango meta en el horizonte habitual de política. En este contexto, mantiene su apreciación de hace un mes, en cuanto a que no se puede descartar con igual fuerza un aumento que una reducción en la tasa de política monetaria. A su juicio, los riesgos están claramente inclinados para un mismo lado. Con todo, indica que comparte el juicio de la Minuta de Opciones, en cuanto a esperar hasta la preparación del próximo *IPoM* para una mejor evaluación.

En consecuencia, el Consejero señor Manuel Marfán vota por mantener la tasa en su nivel actual de 5,25%.

El Vicepresidente señor José De Gregorio señala que las noticias acumuladas durante este mes indicarían que, en primer lugar no hay cambios significativos en el escenario externo. Los desarrollos recientes son coherentes con una desaceleración de la economía de los Estados Unidos de América, mientras otras zonas compensarían en parte dicho menor dinamismo. Con todo, se espera un menor crecimiento de la economía mundial para el próximo año, lo que ha sido contemplado en nuestro escenario base.

Respecto al escenario interno, señala el señor De Gregorio que las últimas noticias de actividad indicarían que efectivamente el cuarto trimestre registrará un crecimiento mayor, lo que reforzaría la idea que la economía tomará un ritmo de mayor expansión hacia el próximo año, en comparación con el 2006. Sin embargo, estas noticias son aún recientes, de modo que no corresponde considerar aún que representan el cambio de tendencia esperado en las proyecciones.

En tanto, en el ámbito inflacionario, indica el señor De Gregorio que tanto las medidas de inflación efectivas como las subyacentes, indican que las presiones inflacionarias están bien contenidas y la mayoría de estas medidas se estarían ubicando algo bajo el 3%, y que lo mismo indicarían las presiones de costos. Señala el señor Vicepresidente, que si bien algunos indicadores de inflación subyacentes registrarían puntualmente un alza, la mayoría de ellos están demostrando una desaceleración, que hace más probable un escenario en el cual la inflación se desvíe por la parte inferior del rango meta o no converja en el horizonte de política del 3%. No obstante, esta información es muy reciente para considerar que representan una tendencia más duradera.

Por lo anterior, señala el señor De Gregorio que las dos opciones hoy son mantener o bajar la tasa de política monetaria, para así asegurar el cumplimiento de nuestra meta. Indica que resultará algo paradójal que pese al leve repunte de actividad observado, se pueda sugerir una baja en la tasa de política monetaria, y manifiesta que nuestro objetivo es la inflación y que ella está cediendo. En todo caso, le parece prematuro optar por una baja en la tasa de interés y para ello se deben acumular más antecedentes y revisar con cuidado nuestras proyecciones, proceso que ya se está empezando con la preparación del próximo *Informe de Política Monetaria*. En este contexto, señala que habrá que ser muy cuidadoso en identificar si las perspectivas inflacionarias se desvían significativamente al centro del rango meta, lo que podrá requerir una reducción de la tasa de política monetaria. Sin embargo, a su juicio, aún es muy temprano para adoptar un relajamiento monetario, mientras no se acumule más información que permita separar las tendencias de los fenómenos puntuales. Asimismo, cree que de confirmarse en los meses siguientes un escenario que requiera reducir la tasa de

49



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 101
Política Monetaria
14.12.2006 23.-

política monetaria, esperar, por ahora, no envuelve riesgos mayores a los de tomar una medida para un escenario que no se concrete.

El Consejero señor José De Gregorio señala que es por lo anterior que su voto es por mantener la tasa de política monetaria en 5,25%.

El Presidente señor Vittorio Corbo agradece a la Gerencia de División Estudios el análisis de los acontecimientos ocurridos desde la última Reunión de Política Monetaria. Señala que quiere centrar su intervención en identificar las novedades y su implicancia de política.

Señala el señor Corbo que el escenario internacional sigue mostrando un alto dinamismo, a pesar de la desaceleración del crecimiento de los Estados Unidos de América que ha sido compensada por el mayor dinamismo de la zona euro. Estas buenas perspectivas no han logrado disipar la incertidumbre sobre el curso futuro de esa economía, principalmente por desconocimiento de la dimensión que alcanzará la corrección final del sector vivienda y los efectos de ésta en el resto de la economía. Hasta ahora, señala el señor Presidente, la corrección del sector vivienda, como lo señaló en su último Comunicado la Reserva Federal ha sido sustancial, sin embargo, su defecto en la economía total se ha visto contrarrestado por un sector servicios que mantiene un alto dinamismo. Indica que como resultado, el mercado laboral se mantiene robusto, unido a los menores precios de los combustibles, apoyando el crecimiento del consumo privado. Así, en el escenario central se espera que Estados Unidos de América crezca algo por debajo del potencial hasta el primer semestre de 2007.

En la zona euro, en tanto, los favorables indicadores de expectativas de empresarios y consumidores, apuntan a que este dinamismo debiera continuar.

Indica el señor Corbo que el dólar ha seguido debilitándose en los mercados internacionales, con alguna reversión en los últimos dos días, y las tasas de interés de los bonos de largo plazo muestran una fuerte volatilidad, muy asociada a las noticias de actividad y su eventual efecto en las tasas de interés de política en las principales economías industriales.

En cuanto a precios de productos primarios, indica el Presidente señor Corbo que éstos han evolucionado en línea con lo esperado. El precio del cobre se acerca a los US\$ 3 la libra y el del petróleo muestra un cierto rebote después de la importante caída experimentada en los tres meses previos. En este contexto, Chile continúa enfrentando un escenario externo favorable, en cuanto a actividad y condiciones financieras, pero una caída en el margen de los muy favorables términos de intercambio, lo que era algo esperado.

En la economía local aparecen las primeras señales del repunte esperado de la actividad. El sector manufacturero, que había sorprendido por su debilidad, tuvo un importante repunte en octubre, lo que llevó a la variación anual del Imacec a niveles sobre el 5%. Además, indicadores parciales muestran que la inversión continúa tomando fuerza, después de la desaceleración que experimentó en los últimos cuatro trimestres y coherente con lo anticipado en base a las intenciones de inversión. Indica el Presidente señor Corbo, que el mercado laboral apoya este buen panorama interno en una creación de empleo asalariado muy dinámica y menores tasas de desempleo. Sin embargo, el repunte sostenido de la actividad no está asegurado.

lp



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 101
Política Monetaria
14.12.2006 24.-

Con respecto a la inflación, señala el señor Presidente que las sorpresas no se repitieron, ya que siguen mostrando un escenario de aumento acotado de precios, con una tendencia inflacionaria bajo el centro del rango meta, aunque con algunos signos menos claros respecto de la dirección de esta tendencia. Agrega, que las escasas sorpresas de este mes, hacen que la opción de política de mantener la tasa de política monetaria es la más apropiada y congruente con el Comunicado de noviembre, donde los cambios futuros dependerían de las implicancias de los acontecimientos para la inflación proyectada.

Por lo anterior, el Presidente señor Vittorio Corbo también vota por mantener la tasa de política en 5,25%.

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

101-01-061214 – Tasa de Política Monetaria.

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

Comunicado

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

El entorno externo relevante para la economía chilena se mantiene favorable. El crecimiento global continúa alto, los precios de los productos básicos siguen elevados y las condiciones financieras internacionales se mantienen ventajosas.

Si bien la actividad interna continúa por debajo de lo previsto en el último *Informe de Política Monetaria*, la información más reciente sugiere que estaría recobrando mayor dinamismo durante este trimestre. Se aprecia un mejor desempeño del sector industrial y de la inversión. El empleo asalariado continúa aumentando y el desempleo se reduce. Las condiciones financieras internas permanecen favorables, observándose signos de atenuación del elevado crecimiento del crédito. Estos antecedentes son coherentes con un repunte del crecimiento.

La inflación anual del IPC se ubica cerca del piso del rango meta, por debajo de proyecciones previas, debido a la incidencia del menor precio de los combustibles y a una reducida inflación subyacente IPCX1 (que excluye combustibles y perecibles, y algunos servicios regulados). Otros indicadores de la tendencia inflacionaria siguen bajos, si bien algunos exhiben una incipiente reversión. Las presiones de costos están contenidas. Estos antecedentes permiten prever que la inflación se ubicará, por algún tiempo, por debajo del centro del rango meta. Las expectativas de inflación de largo plazo continúan ancladas en torno a 3%.

El Consejo reafirma su compromiso de conducir la política monetaria de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política. Cambios futuros en la TPM para lograr este objetivo dependerán de la nueva información que se acumule y sus implicancias sobre la inflación proyectada.”

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 101
Política Monetaria
14.12.2006 25.-

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17.45 horas.

JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Vicepresidente

VITTORIO CORBO LIOI
Presidente

ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero

MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero

MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe

ANDRÉS VELASCO BRAÑES
Ministro de Hacienda