



## BANCO CENTRAL DE CHILE

### ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 110 celebrada el 12 de julio de 2007

---

En Santiago de Chile, a 12 de julio de 2007, 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 la señora Ministra de Hacienda Subrogante, doña María Olivia Recart Herrera.

Asisten también:

Gerente General, don Alejandro Zurbuchen Silva;  
Subgerente General, don Leonardo Hernández Tagle;  
Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Ángel Nacur Gazali;  
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 Macroeconómico, don Igal Magendzo Weinberger;  
Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;  
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;  
Gerente de Mercados Financieros Nacionales, don Beltrán De Ramón Acevedo;  
Gerente de Información e Investigación Estadística, don Ricardo Vicuña Poblete;  
Gerente Asesor de Comunicaciones, don Luis Alberto Álvarez Vallejos;  
Asesor del Ministro de Hacienda, don Luis Felipe Céspedes Cifuentes;  
Economista Senior, don Enrique Orellana Cifuentes;  
Economista Senior, doña Erika Arraño González; y  
Secretario General, don Jorge Court Larenas.

El Presidente señor Vittorio Corbo señala que asiste especialmente invitada la Revisora General señora Silvia Quintard Flehan.

El señor Presidente fija la fecha de la Sesión de Política Monetaria del mes de enero de 2008, para el día 10 de ese mes.

El señor Presidente señala que, como es habitual, se dará inicio a la presentación del 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 Presidente señor Vittorio Corbo 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 ámbito internacional existe un significativo aumento de los precios de *commodities* que motivan correcciones al alza en las proyecciones, particularmente del cobre y petróleo. Indica que se acentúa la situación por el efecto que pudiera tener el aumento de la morosidad de la deuda hipotecaria *subprime* en Estados Unidos de América, lo que ha tenido algún efecto sobre las tasas de interés *fly to quality* y un menor registro de inflación, que reduce las tasas de interés de largo plazo, en línea con lo señalado, esto es, en torno a 15 puntos base en dólares, pese a la publicación de algunos indicadores de actividad que fueron positivos, particularmente vinculados al mercado laboral. Indica el señor Lehmann que se han diluido las expectativas de alzas de la Tasa de Política Monetaria en Estados Unidos de América, mientras que la Zona Euro y Japón continúan esperando su aumento en lo que resta del año.

En materia de crecimiento se ha fortalecido el dinamismo de Asia y Europa, compensando el menor crecimiento que ha registrado Estados Unidos de América, particularmente lo que fue el primer semestre en dicho país. Agrega que respecto a indicadores económicos, existen noticias que fueron leídas positivamente por el mercado, a propósito de las reacciones de tasas de interés, no tanto comparando con lo que se esperaba respecto a ese indicador. En general, se observan indicadores mixtos, pero si se observa con más cuidado, los que son negativos están asociados, fundamentalmente, con el mercado inmobiliario, ventas de casas existentes y nuevas.

Indica el señor Lehmann que el gasto personal nominal también fue algo menos de lo esperado y por tanto ha reaccionado negativamente desde el punto de vista de los mercados financieros. Sin embargo, si se observan los datos de ISM, éstos fueron muy positivos.

Señala el Gerente señor Lehmann que con respecto al mercado laboral y la tasa de desempleo también fueron positivos, lo que de alguna manera atenuó los efectos contrarios de las lecturas negativas del mercado inmobiliario. En materia de precios, señala que las noticias fueron positivas. Indica también, que se acentúa la preocupación por la deuda fiscal, y aquella vinculada con la deuda orientada a sectores más riesgosos.

Acerca del mercado laboral, manifiesta el señor Lehmann que continúa dinámico y ha sorprendido positivamente la creación de empleos la que se mantiene en niveles elevados. Por su parte, señala que la tasa de desempleo se ha mantenido en un nivel relativamente bajo.

En cuanto a las noticias de precios, manifiesta el Gerente señor Lehmann que éstas han sido buenas por el lado del IPC Core el cual se encuentra algo por debajo del 2%, en la zona de confort de la Reserva Federal. Agrega que los CPU han tendido, al menos en un dato marginal, a caer producto de las noticias de costos laborales. Respecto a las perspectivas hacia adelante, éstas son positivas a propósito de estos indicadores, los que han sido leídos adecuadamente, particularmente en lo relacionado al mercado laboral. Indica que esto es la proyección de *Consensus Forecast*, de la trayectoria trimestral que se espera hacia adelante, la perspectiva de una gradual recuperación del crecimiento tendiendo al producto potencial. Estos indicadores están bastante en línea, con una correlación alta con el indicador líder, el *Confidence Report*. Por tanto, se esperaría si es que se confía en estos indicadores, que debería tenderse a recuperar el crecimiento, particularmente pensando que este crecimiento fue bastante más bajo de lo que se había presupuestado inicialmente.

W



## BANCO CENTRAL DE CHILE

El Gerente de Análisis Internacional menciona que respecto a la Zona Euro, los indicadores económicos han continuado mostrando una tendencia positiva, destacando el *Purchasing Managers' Index*. Por otro lado, menciona que algunos indicadores de sentimiento económico, si bien no han sido del todo positivos, en particular en Alemania, igualmente se han mantenido en niveles altos y las noticias en general respecto a Europa son positivas. Agrega, que no ha habido mayores novedades, y se ha mantenido el IPC Core en los niveles que había mostrado en meses anteriores. Señala el señor Lehmann que existe una alta correlación entre el PIB y el sentimiento económico, que fue muy positivo, y eso hace esperar que el crecimiento hacia adelante en Europa mantenga el dinamismo. En términos de inflación, como se había anunciado no se han presentado grandes novedades. Agrega que Japón estuvo en línea con lo esperado. Asimismo, en la producción industrial ha habido algunas noticias no del todo positivas, las que se han estado atenuando a propósito de la encuesta, que ha sido más positiva de lo anticipado, lo cual hace prever que el dinamismo en Japón también se mantendría hacia adelante. Con respecto a la inflación en este último país no ha habido novedades.

En términos de crecimiento mundial, señala el señor Gerente que de acuerdo a *Consensus Forecast*, éste se ha corregido al alza en el mes de julio, ya que hace un mes se esperaba 4,9, y ahora se espera 5. Lo anterior está asociado, fundamentalmente, a un mayor dinamismo de lo anticipado, particularmente en la Zona Euro, así como también marginalmente en Japón y China. De igual forma se ha estado revisando al alza el crecimiento del PIB de China, y eso también ha generado cierto efecto positivo en los mercados del año 2006. Hacia el año 2008, las correcciones son menores, pero si uno mira particularmente a la Zona Euro también se observa un escenario más positivo.

Referente al precio del cobre, manifiesta el Gerente de Análisis Internacional que ha aumentado durante el último mes de manera relativamente significativa, y hoy continuó aumentando y está sobre US\$ 365 centavos la libra. La volatilidad se ha mantenido en niveles relativamente acotados. Esta situación, que se ha debido a la percepción de un mercado más ajustado, ha producido efectos sobre los precios derivados de algunas huelgas y conflictos laborales, no solo en Chile sino también en otros yacimientos mineros alrededor del mundo, y eso ha sugerido revisar el precio del cobre a US\$ 3 por ahora, lo que claramente tiene un sesgo hacia el alza. Agrega que si se observa con detalle, todos los bancos de inversión están considerando sobre US\$ 3, con excepción de Cochilco, que en realidad revisa su proyección a fines de julio. Para el próximo año también se revisa al alza, pero igualmente tendría un sesgo positivo.

Respecto al precio del petróleo, el señor Gerente señala que el *Brent* y el *WTI* han estado aumentando. El *spread* del *WTI Brent*, que en algún momento tendió a cerrarse, particularmente hace una semana, ha vuelto a niveles comparables a los que se mostraban hace un mes y eso derivado de problemas en las Refinerías del Oeste de los Estados Unidos de América, las que tienen problemas para refinar, por lo que se acumula algo más de inventario *WTI* y eso hace que la brecha entre ambos tienda a incrementarse. La situación en el mercado del petróleo, que se percibe más ajustada de lo que se había anticipado hace un mes, lleva a corregir la trayectoria. Manifiesta que esta trayectoria sugiere revisar la proyección para este año y especialmente para el próximo. Para este año se revisan a US\$ 2 el barril y se ubica en US\$ 66, lo que está en línea con lo proyectado por el Departamento de Energía de los Estados Unidos de América, y muy en línea con lo que están hoy estimando la generalidad de los bancos de inversión.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann señala que para los años 2007 y 2008 se revisaron las proyecciones al alza, existiendo una mayor dispersión en términos de las expectativas del precio del petróleo para el año 2008, pero la percepción existente es que el mercado estará más ajustado, lo cual está en línea con lo planteado por el Departamento de Energía en Estados Unidos de América y también algunas revisiones al alza en la demanda por combustibles en general. El precio promedio efectivo es de US\$ 62 dólares, lo cual sugiere que este precio se mantendría en niveles relativamente elevados en lo que resta del año. En cuanto al precio de la gasolina, éste ha aumentado de manera importante, siguiendo la evolución mostrada por el precio del petróleo. En lo que se refiere a la volatilidad, ésta ha mostrado cierto comportamiento errático pero no se encuentra en niveles particularmente altos. Lo anterior sugiere revisar la proyección de la gasolina influenciada, especialmente, por el mayor precio del petróleo, y de manera más importante para el año 2008.

Acerca del precio de los granos, en general, manifiesta el Gerente señor Lehmann que se está revisando al alza la proyección del Banco Central de Chile, e incluso estima que ha crecido más de lo que se había previsto.

Respecto a expectativas de la Tasa de Política Monetaria en Estados Unidos de América, comenta el Gerente de Análisis Internacional que ha traído nuevamente las opciones, porque hay períodos en donde existe inflexión, ya que es mejor para efectos de leer la visión que tiene el mercado. En este aspecto, señala que algunos piensan que puede subir y otros que puede bajar, dependiendo de la evolución. En todo caso, señala que lo importante es que versus lo que se tenía hace un mes, hoy se observa mayoritariamente, y esto lo dice como opciones, posiciones tendientes a mantener o que apuntan a la mantención de la tasa de política monetaria en Estados Unidos de América. Agrega que hacia el mes de diciembre existe algo de incertidumbre, pero de todas maneras las apuestas están en una mantención en 5,25%; distinto a lo que se tenía hace un mes, donde se esperaba de hecho la posibilidad de un alza para fines de año.

Acerca de las tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos de América, indica el Gerente de Análisis Internacional que éstas tuvieron, al menos en la primera mitad del mes, una tendencia hacia la baja por las preocupaciones asociadas al tema *subprime* en Estados Unidos de América; después hubo noticias positivas que se reflejaron en la tasa larga, particularmente vinculadas con el mercado laboral; y, posteriormente, hubo nuevamente preocupaciones por la deuda *subprime* de algunos fondos, de hecho un cambio en visiones y clasificaciones de riesgos de algunas instituciones clasificadoras, lo que volvió a hacer caer la tasa larga y en el margen ante declaraciones del Presidente de la Reserva Federal de Filadelfia, que apuntaba a que no tendría efectos reales el problema inmobiliario en Estados Unidos de América o que al menos sería relativamente acotado, situación que generó bastante ruido.

En cuanto a la compensación inflacionaria, señala el Gerente de Análisis Internacional, ésta ha estado realmente plana y si se observara con más cuidado, la tendencia sería hacia la baja, dado los datos inflacionarios que fueron relativamente buenos. Menciona que respecto a Europa y Japón, los movimientos han sido muy en línea con lo que se ha observado en Estados Unidos de América.

Respecto a monedas, se ha percibido que el dólar se ha depreciado, lo que ha estado muy en línea con las expectativas de movimientos de tasas. Agrega que se observa el diferencial tasa – euro / tasa – dólar a dos años el que ha estado ampliándose en favor hacia el euro. Respecto a otras monedas, lo que se considera es que la apreciación del dólar está más bien finalizada, se tienen caídas del 2% en el real brasileño, una apreciación del euro de 3% aproximadamente, lo mismo ocurre en los países de Europa, Nueva Zelanda y en términos totales el dólar multilateral se ha depreciado algo más del 2% durante el mes.

4



## BANCO CENTRAL DE CHILE

Respecto a *spreads*, éstos han tendido a aumentar a propósito del efecto *fly to quality*, e indica el señor Gerente que hay que estar en tiempo con el bagaje lingüístico *from risk* y que se han observado aumentos que también se usan en los mercados financieros. Comenta que también se ha visto un aumento de *spreads* que en algún tiempo tendieron a revertirse, pero que volvieron a aumentar.

Respecto a las percepciones de riesgo, señala el señor Lehmann que éstas han estado bastante volátiles. Indica que se tienen en el mercado desarrollado, que es el riesgo tradicional, pero también ahora se ha utilizado la volatilidad de las bolsas de las economías emergentes. Asimismo, hace presente que los cambios de volatilidad en las economías emergentes son mucho más fuertes, y de hecho, allí se observan con mucha más claridad los efectos *fly to quality* y la preocupación de los mercados respecto a lo que ocurrió en mayo, donde se produjo una reacción bastante importante de la volatilidad de las bolsas de economías emergentes. Finalmente, señala que estas últimas han tendido a tranquilizarse en el margen.

El Presidente señor Vittorio Corbo agradece la presentación del señor Lehmann y ofrece la palabra para comentarios.

En referencia al efecto del factor estacionalidad en el precio del petróleo *WTI* y *Brent*, en las mediciones que se está considerando, el Consejero señor Manuel Marfán señala que como no se está realizando una proyección a doce meses, cualquier ejercicio que se haga debiera considerar también la estacionalidad en ese modelo de futuro, porque si no es así, dependerá del mes en que termina la proyección de corto plazo para determinar el nivel que mantendría.

El Gerente de Análisis Internacional señala que efectivamente hay un efecto estacional que aparece como resultado de las gasolinas, el que finalmente es un insumo para el modelo que alimenta la proyección de inflación. Agrega que ciertamente se captura esta situación dentro del análisis que se efectúa finalmente en materia de inflación.

El Consejero señor Marfán señala que si la proyección del precio de la gasolina en el mes de junio, contemplaba la estacionalidad, entonces la diferencia es aumento no estacional.

El Gerente de Análisis Internacional confirma al Consejero señor Marfán que efectivamente se trata de un aumento no estacional, ya que se deriva, fundamentalmente, de un mercado más ajustado. Indica que se han tenido algunas novedades también en el precio de las gasolinas, situación que las impactó en el corto plazo, además de problemas de refinerías que de alguna manera ya se habían anticipado como probables.

En relación al comentario del Gerente de Análisis Internacional respecto del trigo y el maíz y el precio de los granos en general, que tienden a estar algo más alto de lo proyectado, el Consejero señor Manuel Marfán señala que la temporada en Chile de esos granos corresponde a periodos distintos del año. Entonces, en este caso el precio internacional no resulta un buen referente, ya que el precio del trigo está muy afectado por la temporalidad. Agrega que cuando se realizaba la proyección interna del precio del trigo, en la Comercializadora de Trigo S.A., Cotrisa, se estimaba el precio de cosecha y el precio en el



BANCO CENTRAL DE CHILE

tiempo. Después de terminada la cosecha, había una pendiente que era la tasa de interés, más el tiempo de guarda, entonces el precio de futuro mostraba esa pendiente.

Añade el Consejero señor Marfán, que el precio futuro internacional trataría de hacerlo desestacionalizado, sobre la base de los coeficientes de estacionalidad del dato observado.

El Vicepresidente señor José De Gregorio señala que el IPC de Estados Unidos de América ha estado cerca de 2,6% y el PCE *Core* es 2,2%, por lo que las noticias del IPC han sido bastante negativas. De hecho agrega, el último dato fue de 0,7% para la inflación del IPC en Estados Unidos de América. Señala el señor Vicepresidente que quería llamar la atención respecto a que ellos están enfocados en el PCE *Core*, pero que las cifras de IPC son bastante más negativas. Señala que obviamente el PCE *Core* va a ser más estable en la medida que los parámetros sean variables. Otro tema que quiere señalar el Vicepresidente señor De Gregorio es el del petróleo. Indica que pensó que este problema era más grave, pero menciona que se transa mucho *Brent* con descuentos, los contratos son *Brent* menos algo, y esos descuentos se habrían estado reduciendo, lo que indicaría que el precio efectivo del petróleo, al que están adquiriendo las refinerías, es más alto que aquél que indican.

El Consejero señor Jorge Desormeaux destaca que el principal riesgo de la economía mundial es la economía norteamericana, la que tiene dos dimensiones: una el sector inmobiliario, el sector real, y otra, la dimensión financiera. Consulta el señor Consejero al Gerente de Análisis Internacional, si las palabras del Presidente de la Reserva Federal de Filadelfia, cuando expresa que no tendrá repercusiones importantes para la economía, se está refiriendo al sector real o a los *spill over* financieros que últimamente han estado copando las portadas de los medios financieros.

Respecto a lo anterior, el Gerente señor Lehmann señala que entiende que se refería a los efectos reales del mercado inmobiliario. Estima que todavía existen dudas y preocupaciones en torno a cuáles serán los efectos financieros que pudiera provocar este fenómeno. Indica que el Gerente de División Política Financiera señor Pablo García al comienzo de la reunión, le comentó que miembros de la Reserva Federal de Atlanta también manifestaban cierta preocupación por los efectos financieros que pudiese tener lo que está observándose, por ejemplo, créditos de bancos a personas y los efectos que éstos pudiesen provocar. Agrega que la percepción, al menos del sector real, es que los factores serían acotados, cree que respecto a efectos financieros, todavía se percibe que es un mercado relativamente pequeño y por tanto, de todas maneras, no debería generar impactos importantes. Manifiesta el señor Lehmann que éste es un tema que habría que estar monitoreando.

El Gerente de División Política Financiera señor Pablo García comenta que en la visita que habitualmente hace la Reserva Federal de Atlanta a Latinoamérica, manifestaron cierta preocupación porque aparte del problema del *subprime*, había un tema referido a todo el desarrollo inmobiliario que había ocurrido en la costa del sureste de Estados Unidos de América, donde aún no se veía todo el posible impacto debido a la caída de los precios de las propiedades, siendo un tema todavía en desarrollo. Señala el señor Gerente de División mencionado que lo que sí hay que notar, es que a partir de la última encuesta de la Reserva Federal sobre condiciones crediticias, tema que en su momento observamos a comienzos de año, se ve que los estándares han continuado oprimiendo muy fuertemente al segmento



BANCO CENTRAL DE CHILE

*subprime*, pero eso no se ha manifestado todavía en una presión de crédito para el resto de los segmentos de clientes de la banca. Señala el señor Gerente de División que el último dato es de abril y habría que ver ahora la encuesta a mitad de año, pero, por lo menos, para el primer semestre, no se ha observado un estrechamiento de los estándares para segmentos más allá de los *subprime*.

El Presidente señor Vittorio Corbo señala que en la parte real las cifras de los Estados Unidos de América han demostrado que el escenario, después de la baja del primer trimestre, va a experimentar una recuperación. Indica que está el ISM manufacturero, el ISM de servicio y las cifras del mercado laboral. Señala que las cifras reales son mejores en el margen, en cambio en la parte financiera son deficientes. Comenta también el señor Presidente que se está observando, por primera vez, estos *spreads* hacia el alza, los que hace tiempo se esperaba que se revirtieran. Indica que hay más dudas en la parte financiera, pero la parte real se aprecia mejor. Estima el señor Presidente que se seguirá observando más profundidad en la parte financiera y en la parte real está por evaluarse cuán independiente es de lo que pasa en la parte financiera. La parte real sigue más fortalecida que antes.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que la preocupación que surge en la prensa y en los analistas por los efectos del mercado de los activos *subprime*, por lo menos hasta ahora, parece más relacionada con el mercado de valores que con el mercado bancario, por los efectos en la valoración de los riesgos, ciertos instrumentos un poco estructurados, sofisticados y las clasificaciones de riesgo, y como lo ha mencionado el Gerente de División Política Financiera señor Pablo García, eventualmente habría preocupación también de la Reserva Federal por los bancos, lo que hasta ahora no se ha constatado.

El Vicepresidente señor José De Gregorio señala que en el mundo existen riesgos, y los que afectan a la economía chilena que pudiesen descuadrar el escenario macro son algo menores. Respecto a la parte financiera, sin duda que en Estados Unidos de América la discusión es qué impacto pueden tener los *subprime* sobre las medidas regulatorias. Agrega que muchos *headfunds* están esperando comprar y esperando que baje aún más el mercado para hacerlo.

Por otra parte, señala el señor Vicepresidente que están llegando al Congreso muchos temas regulatorios de protección a los deudores, pero sus implicancias sobre la economía chilena en precios de *commodities* son bastante menores. Señala que la fortaleza de la economía mundial y su implicancia para las economías chicas, muestra que existen pocas posibilidades de que ocurra un descarrilamiento.

A propósito de lo anterior, el Consejero señor Enrique Marshall estima que si la preocupación se extiende a los bancos, en ese caso sí podría producirse algún efecto, ya que éstos están aplicando políticas mucho más globales, y si se presionan las condiciones crediticias, eso puede traducirse en nuevas políticas a nivel global, no solo en Estados Unidos de América, sino que también en Chile, ya que los bancos son procesados, evaluados y tienen *rating* globales. Estima el señor Consejero que ese hecho marcaría una cierta diferencia y comenta que si se observa que el Citibank o el Banco Santander Santiago cambian sus políticas, dicha acción podría tener implicancia e impacto también en América Latina.

24



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Consejero señor Manuel Marfán manifiesta que si analizan los gráficos, el efecto *fly to quality* sobre Chile son cinco puntos base respecto de la Reunión de Política Monetaria anterior. Señala que da la sensación que es más, porque hay dos escalas, pero si se observa entre la Reunión de Política Monetaria anterior y ésta, son cinco puntos base, o sea, algo bastante menor de lo que se apreciaba.

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 información acumulada durante el último mes nuevamente dio cuenta de un escenario de inflación de corto plazo superior al previsto en el último *IPoM*. Asimismo, los datos confirmaron un escenario de crecimiento de la actividad algo mayor que el de esa oportunidad. Indica que las noticias recientes reflejaron la materialización de algunos de los riesgos descritos en el *IPoM*, los que se verificaron con una magnitud inusual. La actividad de mayo aumentó a una tasa anual menor que la de los meses previos, aunque corregida por factor calendario su crecimiento fue similar, en especial para los sectores distintos de recursos naturales. Ello reafirmó que las holguras de capacidad eran menores que las previstas en el último Informe de Política Monetaria, con el consiguiente aumento de las presiones inflacionarias de mediano plazo. La inflación de junio, en tanto, resultó sorpresivamente alta, muy por sobre lo esperado. Menciona el señor Magendzo que al igual que en meses anteriores, la sorpresa se concentró en precios de productos específicos, esta vez particularmente en lácteos y algunas verduras frescas. El aumento de estos precios, sumado a una nueva revisión al alza en el precio de los combustibles en pesos, lleva a un escenario de inflación de corto plazo sustantivamente superior al descrito en el *IPoM* de mayo, estimándose que en el corto plazo la inflación IPC fluctuaría en torno a 4% anual. Agrega que las expectativas de inflación de mercado reaccionaron a este escenario de mayor inflación por un *shock* de oferta con un incremento de la inflación esperada en el corto plazo, manteniéndose ancladas en torno a 3% a largo plazo y con un adelantamiento de las expectativas de alza de la Tasa de Política Monetaria por este concepto. Al cierre de este Informe, la evolución esperada de la Tasa de Política Monetaria en contratos *swaps* incluía cinco alzas de la Tasa de Política Monetaria en un año plazo, tres de las cuales se concretarían antes de diciembre del año 2007 y una cuarta que lo haría en el primer trimestre del año 2008.

El Gerente de Análisis Macroeconómico indica que en el mercado financiero nacional los principales cambios del último mes volvieron a concretarse en el aumento de algunas tasas de interés, en todo caso de menor magnitud que el mes previo, y en la consolidación de una expectativa de mercado de que la Tasa de Política Monetaria aumentará en lo inmediato. Agrega que tras la publicación del IPC de junio, las tasas de interés de los documentos nominales del Banco Central de Chile aumentaron entre 15 y 20 puntos base, al tiempo que las tasas de los reajustables disminuyeron, aunque no las de largo plazo, que se mantuvieron estables.

Hace presente también, que las expectativas respecto de la Tasa de Política Monetaria, que se deducían de los precios de los activos financieros y de las encuestas a las mesas de dinero habían aumentado la magnitud y la velocidad del ajuste de la Tasa de Política Monetaria respecto de lo observado al cierre del *IPoM* de mayo y de lo vigente al momento de la reunión pasada. En mayo pasado, las expectativas de mercado anticipaban un alza de 25 puntos base de la Tasa de Política Monetaria en los siguientes doce meses, lo que en junio subió a tres alzas de igual magnitud, dos de ellas en el curso del año 2007. Agrega el señor Magendzo que al cierre de este Informe, las expectativas anticipaban cinco aumentos de 25

hp





## BANCO CENTRAL DE CHILE

puntos base en los próximos doce meses, tres de los cuales se producirán antes de diciembre y un cuarto que se verificaría en el primer trimestre del año 2008. De hecho, la mayoría de las expectativas de mercado anticipaban un incremento de 25 puntos base de la Tasa de Política Monetaria para esta reunión. Indica el señor Gerente de Análisis Macroeconómico que las expectativas de inflación del sector privado también mostraron aumentos, especialmente, aquéllas a plazos menores de dos años. Comenta también que las tasas de largo plazo seguían estando cercanas a 3% y según la encuesta a las mesas de dinero, la inflación esperada a un año aumentó a 3,55%, 0,45 punto porcentual superior al mes anterior, mientras a dos años plazo subió a 3,3%. Las medidas de compensación inflacionaria *forward* de menores plazos mostraron aumentos importantes entre 0,1 y 0,4 punto porcentual, mientras la de mayor plazo, 5 en 5, se volvió a ubicar en torno a 3%. Por otra parte, menciona que los resultados de la Encuesta de Expectativas Económicas del Banco Central de Chile muestran que la inflación esperada a un año plazo aumentó a 3,2%, 0,2 punto porcentual respecto del mes pasado, mientras a dos años plazo sigue en 3%. Indica que esto, pese a que la inflación esperada al mes de diciembre de este año tuvo un incremento sustancial, llegando a 4,1%, 3,2% el mes anterior.

Por otra parte, el señor Gerente de Análisis Macroeconómico señala que las condiciones financieras eran favorables, sin novedades relevantes por el lado de los agregados crediticios y monetarios durante el último mes. En particular, el dinamismo de las colocaciones bancarias siguió en línea con los meses previos, aunque con un aumento del crecimiento anual de las colocaciones a personas y una reducción del crecimiento de los créditos a empresas, a la vez que la velocidad de expansión aumentó en el primer caso y en el segundo se mantuvo relativamente estable. Menciona el señor Magendzo que las tasas de interés de las operaciones de los bancos asociadas a créditos para la vivienda tuvieron un incremento en el último mes, mientras las comerciales disminuyeron levemente, y en tanto las de los créditos de consumo se mantuvieron estables.

Señala el señor Magendzo que la paridad peso/dólar alcanzó un valor máximo de \$530 a fines de junio. A partir de entonces, disminuyó coincidiendo con el fuerte incremento del precio del cobre y de otros productos básicos de exportación, con la depreciación del dólar en los mercados internacionales y con el cambio en las expectativas sobre la evolución de la Tasa de Política Monetaria en Chile, ubicándose en torno a \$520 al cierre de este Informe. Hace presente, que tras ubicarse bajo 94 en mayo, en su medición 1986 = 100, el tipo de cambio real subió de ese nivel en junio y se estima que en julio se ubicaría sobre 95.

Menciona el señor Magendzo que los indicadores de consumo de mayo siguieron mostrando tasas de variación anual superiores a las del primer trimestre. Las expectativas de los consumidores se deterioraron durante junio, comportamiento que se extendió a todas las preguntas, y se mantenían en la zona pesimista, mientras las expectativas de los empresarios aumentaban en junio y continuaban en la zona optimista. Por el lado de la inversión, en junio el crecimiento del volumen de importaciones de bienes de capital siguió en niveles elevados. No obstante, los datos de ventas de viviendas de mayo tuvieron un débil desempeño, cayendo casi 14% anual en el Gran Santiago. Con ello, indica el señor Magendzo, el número de meses necesarios para agotar el stock aumentó de 14,9 a 16.

Asimismo, comenta el señor Gerente de Análisis Macroeconómico que la Dirección de Presupuestos actualizó sus proyecciones respecto del presupuesto fiscal y sus principales parámetros para este año. Agrega que a grandes rasgos, el superávit estimado para el año 2007 aumentó desde 4,4% a 7,1% del PIB, con una mayor recaudación tributaria y de ingresos de cobre bruto; además el crecimiento real del gasto llegaría a 9% anual respecto del gasto efectivo del año 2006, marginalmente superior al incremento del gasto incluido en el presupuesto: 8,9%. Destaca, por otro lado, la recuperación que mostró el crecimiento anual de



BANCO CENTRAL DE CHILE

los ingresos tributarios distintos de cobre en la información fiscal de mayo, acorde con el dinamismo de la actividad económica.

Hace presente el señor Gerente de Análisis Macroeconómico que en lo relacionado con comercio exterior, durante el segundo trimestre el volumen de las exportaciones de bienes habría crecido cerca de 13% anual, principalmente, por el incremento de los envíos mineros. El volumen de las exportaciones industriales aumentó cerca de 6% anual en el trimestre, afectado por el bajo dinamismo de los envíos industriales ligados a productos básicos, en particular la harina de pescado, el salmón y el metanol.

Por el lado del origen del PIB, señala el señor Magendzo que en mayo destacó el afianzamiento del mayor crecimiento de la actividad minera, la incidencia negativa de la generación eléctrica, que obedecía a su menor valor agregado, por la escasez del recurso hídrico que ha debido ser reemplazado con combustible, y una cierta moderación del alto dinamismo que ha mostrado el comercio. No obstante, en este último sector, aunque con alguna incertidumbre respecto de la evolución del componente mayorista, los datos son coherentes con la evolución del consumo. Así, en mayo el Imacec aumentó 4,8% anual, 5,5% considerando la existencia de un día hábil menos, valor por debajo de lo esperado por la mayoría del mercado, pero que sigue en línea con el dinamismo que ha mostrado la actividad en los últimos meses. En todo caso, en mayo comenzó a observarse el impacto directo de las restricciones de gas natural sobre la actividad, en particular, por el mencionado desempeño de EGA y el efecto negativo en la producción de metanol.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señala que los datos de actividad y demanda interna del último mes se enmarcaban dentro del escenario de mayor dinamismo que se delineó el mes pasado, reafirmando que el crecimiento del PIB y del gasto en el segundo trimestre serán mayores que lo previsto en el *IPoM* de mayo. Ello, además, conlleva un cierre de brechas de capacidad más rápido que el previsto.

Agrega el señor Magendzo que los datos del mercado laboral del mes de mayo siguieron mostrando un significativo crecimiento anual del empleo y un descenso de la tasa de desempleo nacional. En el primer caso, la variación anual del empleo total se mantuvo sobre 3%, con un empleo asalariado que siguió creciendo a tasas algo inferiores a 5% anual y un empleo por cuenta propia que comienza a recuperarse al presentar una tasa de crecimiento positiva de 1%, tras cerca de un año y medio de variaciones negativas. La tasa de desempleo nacional, eliminada estacionalidad, disminuyó a 6,4%, -0,4 punto porcentual respecto del mes previo, con lo que acumuló una disminución del orden de 0,7 punto porcentual en los últimos tres meses.

Indica el señor Gerente que más allá de nivel que alcanzó la tasa de desempleo, la información más reciente continúa apuntando a costos laborales contenidos. Agrega que el incremento anual del Costo de la Mano de Obra descendió por segundo mes consecutivo, 4,7%, -0,2 punto porcentual respecto del mes anterior, al mismo tiempo que su velocidad de expansión también disminuyó. El crecimiento anual del Índice de Remuneraciones continúa por encima del observado para el Costo de la Mano de Obra, manteniéndose en 6,6% anual. Señala que el incremento nominal anual del indicador de remuneraciones de la Asociación Chilena de Seguridad tuvo una caída relevante en el mes de mayo, pasando de una tasa promedio de 5,7% en el primer cuatrimestre del año 2007 a una de 3,1% en el mencionado mes. Por su parte, la tasa de variación anual de las diferentes medidas de Costos Laborales Unitarios mostró una caída generalizada, aunque sus velocidades de expansión continúan aumentando.

ev 4p



## BANCO CENTRAL DE CHILE

Menciona también el Gerente señor Magendzo que en el mes de junio la inflación IPC resultó sorpresivamente alta, aumentando 0,9%, 3,2% anual. Agrega que nuevamente destacó el incremento en el precio de algunos alimentos, en particular, de los productos lácteos al que se sumó el incremento en el precio de verduras frescas. El IPCX e IPCX1, en tanto, aumentaron 0,5% en el mes, 3,2 y 3,5% anual, respectivamente. La velocidad de expansión del IPCX1 volvió a aumentar, llegando a 4,3% en el trimestre móvil abril-junio. Los indicadores de inflación subyacente, que tienen relación con el nivel de la inflación, siguieron ubicándose sobre 3% anual, aunque sin un incremento adicional en términos de variaciones anuales.

Señala el señor Magendzo que el incremento que habían mostrado los precios de algunos alimentos en el exterior en el curso del año 2007, en particular los relacionados con granos, especialmente maíz, trigo y la leche, produjeron un efecto notorio en la inflación interna, lo que se hizo particularmente visible en la variación anual de IPC e IPCX1 acumulada al mes de junio. De hecho, de excluir el precio de los alimentos de esta última medida de IPC, 52% de la canasta total de IPC, su tasa de variación anual se ubicaba en 2,3% en el mes de junio, valor similar al promedio del primer semestre del año 2007 e incluso algo menor que el del año 2006. Hace presente el señor Gerente de Análisis Macroeconómico, que el aumento de los precios de los granos y la leche responde esencialmente a factores de oferta ligados a la evolución de sus precios internacionales, y, por ahora, se estima reflejan un cambio permanente en su nivel, más que un proceso inflacionario. No obstante, se deben tener en consideración los efectos de segunda ronda que este tipo de precios pueden generar, en particular en los salarios, debido a su propia naturaleza de alimentos básicos, y en las expectativas de inflación. En este último caso, como ya se indicó, la inflación en el corto plazo ha aumentado de modo importante, no obstante a mediano y largo plazo continúa en torno a 3% anual. Por otro lado, menciona el señor Gerente que los indicadores de expectativas de inflación levantados en encuestas a consumidores y empresarios dan cuenta de una percepción de mayor inflación, aunque no es posible concluir que ello refleje un desanclaje de expectativas. En consecuencia, indica que por ahora el escenario de inflación de corto plazo se proyecta sustantivamente mayor que el considerado en el *IPoM* del mes de mayo, debido al inusual incremento de los precios de los alimentos, concretándose otro de los riesgos previstos en esa oportunidad. A lo anterior, se suma la revisión al alza en el precio del petróleo y sus derivados dada la información acumulada en los dos últimos meses.

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

En cuanto a la información sobre demanda, el Consejero señor Desormeaux consulta la razón por la cual se utilizan datos basados en importaciones y luego datos de pago de IVA.

Sobre el particular, el Gerente señor Magendzo señala que los datos del Instituto Nacional de Estadísticas resultan similares a los de importaciones.

El Consejero señor Manuel Marfán, también con respecto a demanda, menciona que si el problema es el efecto del Impuesto al lujo, entonces lo que está midiendo el IVA es el gasto real en automóviles que es lo que interesa para estos fines. En cambio, las importaciones constituirían cambios en las cantidades de vehículos a precios constantes. Agrega que generalmente se presenta un problema cuando cambian los impuestos de Cuentas Nacionales porque se consideran los impuestos del año base. En consecuencia se producen problemas con los acuerdos comerciales y una serie de materias que tenían efectos de aranceles sobre la valorización de importaciones que no se veía forma de corregir.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Presidente señor Vittorio Corbo señala que le parece que habría que revisar esa situación, porque podrían existir dos fuerzas en esa dirección. Una de ellas podría ser que bajó el Impuesto al Lujo y la otra, los efectos de los acuerdos comerciales.

El Consejero señor Jorge Desormeaux señala que en la exposición que realizó el señor Magendzo indicó que los créditos para la vivienda se habían acelerado, por lo que puede existir un problema de desfase.

El Consejero señor Enrique Marshall en relación al stock de viviendas, señala que observó las cifras del número de operaciones del crédito hipotecario del sector bancario y éstas aparecen diferentes.

El Gerente de Análisis Macroeconómico menciona que efectivamente existe un retroceso en velocidad, pero sí podría tratarse de una situación de un mes particular, y bien puede ser que el mes siguiente se revierta.

En relación a las cifras de desempleo, el Consejero señor Manuel Marfán indica que desconoce si la Ley de Subcontratación pudiera estar afectando el empleo. Señala que tal vez no sería respecto del empleo total, pero la composición debería empujar hacia una mayor normalización del mercado del trabajo. Agrega, que lo mismo puede estar sucediendo en salarios, porque si se está formalizando la situación de aquellos trabajadores que recibían salarios más bajos, probablemente se está considerando una mayor proporción de asalariados de este nivel, lo cual no necesariamente significa que se están reduciendo los costos laborales, y a lo mejor están aumentando, porque ahora cuentan con leyes sociales que antes no tenían.

El Vicepresidente señor José De Gregorio señala que lo que le interesa saber es si el favorable panorama económico que se ha visto en el último trimestre podría ser atenuado por los problemas energéticos. Agrega que en la discusión de la Reunión de Política Monetaria pasada se trató el tema energético y le interesaría conocer una percepción más clara de cuánto puede significar en nuestra capacidad productiva. Comenta que esta pregunta es la que hay que resolver para la evaluación macro de este año.

El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés menciona que no tiene una buena respuesta a dicho comentario, pero siendo realista no se tendrá una buena respuesta porque a raíz del *shock* energético del año pasado, aunque algo mayor que el de este año, se hizo una búsqueda acuciosa y un gran esfuerzo en más de un *IPoM*, para tratar de cuantificar este fenómeno y no se concluyeron números muy elevados. Agrega que de hecho el Banco Central de Chile mencionó en su comunicado público que podría explicar una cifra aproximada, pero no fue una buena explicación y como el *shock* de hoy día no es mayor al que se presentó el año pasado, estima que no se llegará a cálculos tan pesimistas, observando los datos existentes en la economía.

El Vicepresidente señor José De Gregorio consulta respecto de la novedad que se observa entre los meses junio y julio de un Imacec algo menor de lo esperado.

24



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Magendzo señala que una parte de lo sucedido con el Imacec tiene que ver con el tema de los automóviles que está corrigiendo el consumo privado de 8,1% a 7,7% para el segundo trimestre, y de 7,8% a 7,3% para el tercero. Agrega que desde el momento que está cambiando la medición observando los datos de automóviles, en vez de estar creciendo al 15% o al 12%, lo está haciendo al 5%, lo que rebaja toda la proyección para este año.

El Consejero señor Jorge Desormeaux menciona que desea realizar un comentario sobre las velocidades, porque la actividad estimada del segundo trimestre equivale a una velocidad de 6% anual, y se proyecta a una velocidad de 2,4%, aproximadamente, para el tercero. Agrega que aunque en parte este fenómeno obviamente obedece al problema energético, se trata de una desaceleración fuerte y que le gustaría recibir algún comentario sobre el fundamento de esta proyección.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Magendzo señala que no tiene certeza sobre qué habría detrás de este fenómeno, en el sentido que tendría que observar qué es lo que está sucediendo con los otros sectores de oferta, como minería en particular. Indica que supone que minería estaría en una velocidad bastante baja debido a que se adelantó la entrada en funcionamiento de minas, que se esperaba que lo hicieran en forma paulatina. Lo anterior, podría haber producido un efecto importante en la velocidad del segundo trimestre, que se atenúa hacia el tercero. Agrega que comercio también tuvo una velocidad en el segundo trimestre que no se espera que se repita en el tercero.

En cuanto al mismo tema del riesgo energético, el Gerente de División Operaciones Financieras señor Esteban Jadresic señala que si bien en el análisis duro, el efecto es el indicado, el efecto directo es más suave, y puede ser difícil de precisar, cree que puede deberse a expectativas de consumidores, de empresas, efectos sobre precios, impacto en las políticas, todo lo cual sumado presenta un escenario extremo, más bien incierto.

En relación al precio del trigo y de la leche, el Consejero señor Manuel Marfán señala que en el gráfico expuesto habría que presentarlo en escalas que sean comparables, ya que el precio de la leche aparece en una escala 330-690 y en el otro en una 8 veces mayor, lo que dificulta visualmente la observación del gráfico, en que la curva sería mayor a la que se percibe.

Sobre el particular, el Gerente de Análisis Macroeconómico agradece la consulta del Consejero señor Manuel Marfán y señala que la correlación que se ha encontrado es que la transformación de la leche en polvo en los mercados internacionales, una vez que se convierte a pesos por litro, por el tipo de cambio promedio y por un factor de conversión que entrega ODEPA, se obtiene que serían necesarios 8,4 litros de leche para un kilo de leche en polvo entera, lo que da como resultado que la leche líquida en Chile tenga un precio de \$230 aproximadamente, en promedio mayor que la leche en polvo en los referidos mercados internacionales. Agrega que los costos de transporte son muy pequeños comparados con el valor del kilo de leche y que una vez exportado este producto, el proceso finaliza, en cambio para poner la leche líquida en la casa de una persona que es lo que se está midiendo en el IPC conlleva costos de comercialización, de procesamiento y otros que resultan mayores.

RL 4p



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Gerente de Estudios señor Rodrigo Valdés señala que a continuación se presenta un anexo sobre implicancias y *shocks* recientes en proyecciones de mediano plazo. Agrega el señor Valdés que este ejercicio supone que se sube la tasa en 50 puntos base, en promedio, el segundo trimestre. Es decir, como si nos hubiéramos anticipado que en mayo se producirían *shocks* y nos convencimos que había que subir la tasa rápidamente y ya estaríamos en junio con una Tasa de Política Monetaria de 5,5%.

El Consejero señor Manuel Marfán comenta que en realidad fue él quien solicitó a la Gerencia de División Estudios que se realizara este ejercicio de simulación y señala que después de un análisis, se arrepiente de ello, por cuanto su experiencia le dice que creerle demasiado a modelos nerviosos, normalmente se observa que la realidad posterior no es replicado por el modelo, en el sentido que cree que las proyecciones que normalmente se observan no han sido buenas en los *IPoM* anteriores, de lo cual también se declara parte de ellas porque en su oportunidad votó por aprobar esos *IPoM*, que ya tenían una serie de juicios que tienden a quitarle lo nervioso de esos modelos. En su opinión, cree que este ejercicio resulta muy mecánico, da respuestas extremadamente nerviosas que si se les hiciera caso se tendría un ajuste de inflaciones muy oscilante y volátil. Agrega que tiene la impresión que si bien este modelo puede tener una lógica matemática, no tiene mucha lógica económica en sus resultados.

El Gerente de División Política Financiera señor Pablo García señala que el nerviosismo que mencionaba el Consejero señor Manuel Marfán le parece muy cierto, sobre todo en el caso de los *shocks* de oferta, porque la reducción de tasas que se observa en el modelo para el 2009 es condicional a que efectivamente en ese momento, 2 años más, la regla mida los *shocks* de oferta, por lo cual lo ponderaría bastante poco.

El Vicepresidente señor José De Gregorio comenta que le gusta el ejercicio porque los resultados son muy satisfactorios, pero ayuda a pensar en cómo mejorar las proyecciones y las implicancias de política monetaria. Agrega que le gustaría más un modelo con preferencias y con reglas, pero no se podría construir.

El Gerente señor Rodrigo Valdés señala que de la presentación de este modelo surgieron varias materias. Agrega, que el tema no es menor respecto del horizonte, que tiene una doble complicación, que por un lado, uno es un horizonte de política y por otro, es un horizonte relevante de inflación para tasas reales y, en este caso, están algo mezcladas y lamentablemente para el segundo tema no habría respuesta y no conoce una buena solución para determinar a qué corresponde.

El Presidente señor Vittorio Corbo señala que quiere felicitar la capacidad de respuesta del staff quienes prepararon esta simulación, porque estas preguntas surgieron hace una semana y se tenía la preocupación de que al no contar con un modelo, no se tendría una información de cuál es la situación que habría sucedido con las proyecciones.

El Presidente, señor Vittorio Corbo, suspende la Sesión a las 13.45 horas e informa que la misma se reanudará a las 16:00 horas.

PLG



**BANCO CENTRAL DE CHILE**

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 110.

El Gerente de División Operaciones Financieras don Esteban Jadresic, solicita la palabra al señor Presidente e indica que hay un hecho relevante que no se trató en la reunión de la mañana, y quiere exponerlo antes que el Gerente de Estudios señor Rodrigo Valdés efectúe su presentación sobre las Opciones de Política Monetaria. Señala el señor Gerente de Operaciones Financieras que este tema se refiere a las proyecciones de Tasa de Política Monetaria implícitas o proyectadas a partir de los datos de mercado, o de quienes participan en éste. Manifiesta el señor Jadresic que el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Igal Magendzo comentó que los datos apuntan a 3%; las proyecciones son de tres alzas este año, con un total de 75 puntos base, de 25 puntos base cada una, y se puede ir más allá si se tienen las tasas *swaps* que es un punto importante de referencia hacia junio del próximo año y allí se indica que habrían otras dos alzas adicionales de 25 puntos base, y en total 125 puntos base.

El señor Gerente de División Operaciones Financieras señala que las proyecciones que se pueden desarrollar, en general dependen de las fuentes que se toman, y esto se obtiene de los operadores de mercado, los operadores de mesa, que básicamente se refiere al Gerente de Finanzas y operadores mandatados por el Subgerente de Finanzas. Agrega que si se miran esas expectativas también muestran un aumento en las tasas, pero de una intensidad y una velocidad menor, básicamente de dos aumentos de tasas este año y una más el próximo, más bien a mediados de ese año.

Aclara el Gerente de División Operaciones Financieras que las encuestas se hacen a quienes están haciendo la peor parte de las transacciones que se usan en el mercado de renta fija. Entonces, son los mismos agentes los que están detrás y conocen cuál es el proceso de toma de decisión detrás de los papeles que se transan. Agrega que el punto que le parece aún más importante en este tema, es que lo que se deduce de los precios es una diferencia que es una aproximación más bien del valor promedio esperado de las Tasas de Política Monetaria hacia futuro, y no del escenario probablemente más necesario de la Tasa de Política Monetaria. En consecuencia, señala que existen momentos en que se presenta una mayor incertidumbre o momentos en los cuales los riesgos son de tasas más altas, por encima de lo que sería la moda. Manifiesta, que respecto a tasas más bajas se tiende a sesgar hacia arriba las Tasas de Política Monetaria proyectadas a partir de los precios. Las dos tienen sentido, pero muestran cosas distintas. Una, muestra toda la distribución de tasas que le saca el promedio y la otra, muestra la moda. Agrega, que si se hace la comparación y se retrocede dos meses en las encuestas de operadores de mesa, resulta que todas las proyecciones para fines de año eran de tasas entre 5% y 5,25%, y hoy día las proyecciones para fines de año van de 5,25% a 6%.

En síntesis, el señor Jadresic señala que los datos del mercado sugieren que ciertamente las posibilidades de tener tres aumentos este año para elevar las tasas y dos más el próximo año son perfectamente posibles y estima que podrían ser todavía más. Sin embargo, al observar el escenario más probable es más bien coherente con dos aumentos de tasa este año y un aumento el próximo.

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



## BANCO CENTRAL DE CHILE

El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés informa que en la Reunión de Política Monetaria de junio, el Consejo acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 5% anual, luego de igual decisión en cada una de las reuniones desde febrero pasado. En dicha reunión se consideró que la información disponible sobre actividad daba cuenta de un mayor dinamismo, por encima de proyecciones previas; que había un repunte de la inflación subyacente IPCX1, afectada especialmente por alzas de los alimentos y algunos productos del rubro salud; y que las medidas alternativas de la tendencia inflacionaria habían aumentado. Agrega que se entregó un sesgo explícito al comunicarse que, de consolidarse una perspectiva de inflación más alta que la considerada en el último *Informe de Política Monetaria*, sería necesario reducir el impulso monetario.

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

- En el lado externo, las mayores noticias estuvieron en el lado del precio de las materias primas. El cobre aumentó 9%, comparando los tres días previos a la Reunión de Política Monetaria y el reporte de antecedentes, y se ubica cerca de US\$ 3,65 por libra, mientras el petróleo WTI subió 8% y se ubica sobre US\$ 72 por barril, ambos muy por encima del escenario del *IPoM* de mayo. Agrega que los precios del trigo, de la leche en polvo y de la celulosa han seguido aumentando.
- Señala el Gerente de División Estudios que en los mercados financieros internacionales se ha tendido a diluir la posibilidad de un alza de la tasa de fondos federales por datos más bien mixtos del lado real, menor inflación subyacente y preocupación por el sector inmobiliario. Indica que ello se contrapone con la continuidad de expectativas de alza en Europa.
- En el mercado financiero interno, el cambio más notorio fue la reacción al alza de las tasas de interés nominales más relacionadas con la tasa de política monetaria, reflejo de un empujamiento de la trayectoria esperada para la tasa de política monetaria en el corto plazo. Señala el señor Gerente de División Estudios que los precios financieros incluyen ahora expectativas de cinco alzas de la tasa de política monetaria en los próximos doce meses, tres de ellas relativamente pronto, en esta reunión y en los próximos dos meses. Manifiesta el señor Valdés que lo indicado contrasta con dos alzas en un año esperadas en mayo y dos alzas este año esperadas el mes pasado. Las tasas de interés de mediano plazo, dos y cinco años, tuvieron un ajuste al alza, manteniéndose la de diez años. La tasa en UF de mediano plazo tuvo un ajuste a la baja.
- Indica el Gerente de División Estudios que por el lado de los agregados crediticios y las tasas cobradas por el sistema, no hay grandes noticias, manteniéndose las condiciones financieras favorables. El peso se apreció durante el último mes en casi 1,5%, llegando a \$ 519 por dólar. En términos multilaterales, la apreciación es algo superior a 0,5%. El tipo de cambio real se ubica en la actualidad cerca de 95.
- La actividad mantuvo en el segundo trimestre una tasa de crecimiento por sobre su tendencia, por encima de lo proyectado en el *IPoM*, aunque esta diferencia se ha atenuado marginalmente. En mayo, el Imacec creció 5,5% en doce meses, controlando por efecto calendario. Señala el Gerente de División Estudios que las proyecciones del tercer trimestre se ajustan algo a la baja respecto del mes de junio, principalmente por una fuerte revisión en electricidad, gas y agua y una reevaluación del dinamismo del sector comercio.





## BANCO CENTRAL DE CHILE

- En el mercado laboral se corrobora una alta creación de empleo y sorprende la disminución adicional del desempleo.
- La inflación de junio fue bastante mayor que la proyectada, fundamentalmente por aumentos inesperados de los precios de alimentos lácteos y verduras frescas. Indica el señor Gerente de División Estudios que los *shocks* de precios de alimentos y el elevado precio de los combustibles implican que el panorama de inflación de corto plazo se ubica muy por encima del proyectado en el escenario base del *IPoM*.
- Los indicadores de expectativas de inflación de corto plazo han aumentado, reflejando este escenario. Las de largo plazo se ubican cerca de 3%. Algunos indicadores de plazos intermedios, por ejemplo, las compensaciones de 1 en 1 y de 3 en 2, se ubican algo sobre 3%.
- Más allá de la discrepancia entre el Costo de la Mano de Obra Total y el Índice de Remuneraciones por Hora, el panorama relativamente benigno por el lado de los costos salariales ha continuado. El indicador de la Asociación Chilena de Seguridad tuvo una notoria moderación en su variación anual.

Menciona el Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, que dados los antecedentes disponibles se analizan más adelante no modificar las alternativas de mantener, aumentar en 25 puntos base o aumentar en 50 puntos base la Tasa de Política Monetaria, concluyéndose que las alternativas distintas a un aumento de 25 puntos base tienen menos justificación e incluso algunos inconvenientes.

El Gerente de División Estudios señala que respecto de la situación que se enfrentaba en el *IPoM*, hay importantes novedades que modifican la estrategia de política monetaria. Por lo tanto, antes de discutir el mérito de las alternativas, cabe analizar las implicancias de política de las novedades. Menciona que primero hay un cierre más rápido que lo proyectado de holguras de capacidad, lo que de por sí debería llevar a una normalización más rápida de la Tasa de Política Monetaria que la contemplada entonces. En particular, si se considera que la brecha del PIB se acerca a cero, que la tasa de desempleo es baja, al menos no mayor que estimaciones de la NAIRU, y que las distintas medidas de inflación de tendencia la ubican en 3% o algo más, agrega que es difícil justificar que la Tasa de Política Monetaria no se ubique ya en su nivel neutral, cualquiera sea éste. Señala el señor Valdés que cuán rápido llevarla a neutral es una pregunta de implementación, y depende de la evaluación de si esta situación de menores brechas persistirá. Indica el señor Gerente de División Estudios, que cabe recordar que las distintas estimaciones de Tasa de Política Monetaria neutral la ubican por encima de 6%.

Menciona el Gerente de División Estudios que en segundo lugar la economía ha sufrido algunos *shocks* de precios identificados y de magnitud inusual, que modifican sustancialmente la perspectiva de inflación de corto plazo. Agrega, que en principio si fueran por una vez o se revirtieran, podría argumentarse que no requieren de una adecuación de la estrategia de política, más allá de un efecto por el principio de Taylor. Esto supone que las expectativas de inflación siguen bien ancladas. Como siempre, indica que existe el riesgo de efectos de segunda vuelta que podrían ser más intensos en una economía sin holguras, como es la situación actual. En este cuadro, la estrategia de política podría tener que graduarse de manera de prevenir estos efectos de segunda vuelta.

En tercer lugar el señor Valdés señala que ha habido un aumento importante en las expectativas de inflación a plazos más cortos, junto a un empinamiento de la trayectoria

24



## BANCO CENTRAL DE CHILE

esperada para la Tasa de Política Monetaria. Agrega que, considerando el nivel que alcanzan los distintos indicadores de expectativas de inflación, por ahora parece difícil argumentar que se está en presencia de un desanclaje de expectativas. En efecto, ellas se ubican en la actualidad en niveles comparables a los que se han observado en el pasado cuando han aumentado. Sin embargo, detrás de este anclaje, también hay expectativas de alzas de tasas, que de no materializarse podrían arriesgar un desanclaje. De juzgarse que exista efectivamente un desanclaje, podría ser necesario un aumento inmediato y relativamente más intenso de la tasa de política monetaria, incluso mayor al esperado por el mercado.

Respecto de las alternativas para esta reunión en particular, el Gerente de División Estudios señor Valdés indica que el principal argumento que podría motivar una mantención de la tasa de política monetaria se basa en que, hasta ahora, la mayor inflación se explica casi exclusivamente por *shocks* de oferta —la variación del IPCX1 sin alimentos, que representa poco más de la mitad del IPC, se ubica cerca de 2,5%— y al mismo tiempo hay riesgos a la baja para la demanda interna y la actividad, en particular por los efectos que podrían tener los problemas energéticos.

Estas consideraciones, sin embargo, en opinión del Gerente de División Estudios, no dan cuenta del panorama completo de las presiones inflacionarias ni de los riesgos que se enfrentan. En efecto, hay que notar que aún el indicador IPCX1 sin alimentos también ha aumentado desde comienzos de año, y ya se encuentra cerca del promedio de los últimos cinco años. Más aún, como se mencionó, otros indicadores de tendencia se ubican en 3% o algo por sobre esa cifra. Por otra parte, indica el Gerente de División Estudios, aún si se diera un efecto negativo en la actividad por escasez de energía, no es evidente que ello implique mayores holguras, dado que también se reduciría la capacidad productiva potencial. La perspectiva de que las holguras se coparán más rápido que lo contemplado en el escenario base del *IPoM* es algo que ya parece haber sucedido el trimestre pasado. El nivel que alcanza la tasa de desempleo apunta a la misma conclusión. El Gerente de División Estudios hace presente que dado el cuadro de reacomodo de expectativas de inflación y de Tasa de Política Monetaria, y el nivel que alcanzará la inflación en el corto plazo, la mantención involucra un riesgo relevante de desanclaje y la necesidad de hacer en el futuro aumentos más intensos de la Tasa de Política Monetaria.

Señala el Gerente de División Estudios que un alza de 50 puntos base podría justificarse desde algunas perspectivas. Si se estima que las expectativas de inflación de mediano y largo plazo se están desanclando más allá de sus fluctuaciones habituales, podría ser necesaria un alza mayor de 25 puntos base. Lo mismo se aplicaría si se estima que hay un riesgo especialmente elevado respecto de efectos de segunda vuelta del *shock* de precios, y un aumento de 25 puntos base sólo se hiciera cargo de limitar los efectos inflacionarios del cierre más rápido de brechas. Por último, señala el señor Valdés que un alza superior a 25 puntos base no parece incoherente con lo que arroja un ejercicio de actualización parcial del escenario base y puede entenderse como un adelantamiento de un alza probable del mes siguiente.

Sin embargo, comenta el Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés que también hay motivos a favor de que el aumento de la Tasa de Política Monetaria no supere los 25 puntos base. Por un lado, los argumentos anteriores pueden ser discutibles. No hay evidencia obvia de desanclaje de las expectativas de inflación. Aún no se ven efectos de segunda vuelta, al menos por el lado de los salarios, y las proyecciones proveen una guía útil, pero demasiado gruesa, para determinar la decisión más adecuada en una reunión específica. Por otro lado, señala que desde una perspectiva de implementación, un aumento de 50 puntos base, cuando se espera prácticamente por unanimidad un aumento de 25 puntos base, podría leerse como una reacción a perspectivas inflacionarias incluso mayores que las que tiene el mercado, con el consiguiente efecto en las tasas de interés de mercado y el tipo de cambio.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

Finalmente, señala el Gerente de División Estudios que de decidirse un aumento de 25 puntos base, como se recomienda, cabe analizar las ventajas de mantener el sesgo en el comunicado de la reunión. En principio, no se ven razones para modificar el sesgo incluido en la reunión anterior.

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

El Gerente de Investigación Económica, señor Klaus Schmidt-Hebbel, señala que Chile, al igual que la mayoría de los países del mundo enfrenta hoy con probabilidad una deflación futura, la que por supuesto no es una deflación de ligados de precios sino una caída anticipada y significativa de algunos precios de productos primarios que tendrán efectos temporarios y negativos en la aparición de niveles de agregados de precios en el futuro. Señala el señor Schmidt-Hebbel que entre éstos se encuentran fundamentalmente los derivados del petróleo, que alcanzaron en junio de este año niveles reales de entre 1,6 y 1,8 veces la depresión estándar que se observó en los últimos diez años. Indica también que el trigo, el maíz y la leche, han alcanzado niveles reales que exceden entre 3 deseciones y 7 deseciones estándares observadas en los últimos diez años.

El Gerente de Investigación Económica señor Klaus Schmidt-Hebbel, hace presente que con certeza se sabe que frente a estas magnitudes de alza todo lo que sube anormalmente algún día caerá. El problema es que no se sabe ni cuándo, ni cuánto, ni cómo. Agrega, que la incertidumbre se agudiza al enfrentar algunas alzas adicionales como las proyectadas para la leche en el actual mes de julio y la implicancia de política monetaria de esta situación es que ésta no debe reaccionar mayormente a estos *shocks* pasados, positivos, que implican *shocks* futuros negativos de precio, energía-alimento, a no ser que en primer lugar, se observe un efecto significativo de segunda vuelta, incluso si no se moderan las alzas de los otros componentes del IPC y, en segundo lugar se observen efectos contractivos importantes sobre la brecha de producto, que son poco probables porque el *shock* de energía afecta a ambos componentes de la brecha, producto efectivo y producto potencial y los *shocks* de alimentos no afectan probablemente a ninguno de ellos. Es decir, a ninguno de los dos componentes en una magnitud que sea macroeconómicamente relevante.

Por lo anteriormente expuesto, el Gerente de Investigación Económica estima que la decisión debe enfocarse en evaluar la coherencia entre la posición cíclica de la economía, la Tasa de Política Monetaria actual en relación a la Tasa de Política Monetaria neutral y las expectativas de mercado, que muestran un consenso de que la economía chilena actual se encuentra en una posición de pleno empleo o algún sobreempleo, particularmente si se considera la diferencia entre las tasas actuales de desempleo medidas y la estimaciones nuestras en la NAIRU. Hace presente que más importante aún son las proyecciones futuras de la brecha productiva para los dos siguientes años. La combinación de las actuales proyecciones del Banco Central de Chile, del Ministerio de Hacienda y del mercado apuntan a que la brecha entre producto proyectado efectivo y potencial se incrementará en forma acumulada, entre 1,5 puntos y 2 puntos porcentuales de aquí a 24 meses más. Señala el señor Schmidt-Hebbel que en este horizonte de política se estaría con una brecha en torno a más del 2%, aproximadamente con las consiguientes mayores presiones inflacionarias y salariales.

Menciona el Gerente de Investigación Económica que el siguiente elemento a considerar, es el notable empinamiento de las proyecciones de mercado de la Tasa de Política Monetaria y el significativo aumento de las tentativas de inflación de corto y mediano plazo, pero



## BANCO CENTRAL DE CHILE

aunque han subido a rangos de 3% a 3,5%, la tentativa de corto plazo de encuestas o de mercado y compensaciones a estas expectativas, ciertamente, no se han desanclado. Agrega, que desviaciones absolutas de 0,1-0,2-0,3-0,5%, respecto al 3%, han sido observadas frecuentemente desde el año 2001 después de algún *shock* inesperado de inflación de corto plazo. Sin embargo, destaca que lo importante es que las probabilidades son coherentes, y que incluso se podría decir que son condicionales a una sucesión de alzas de tasas en los siguientes meses proyectadas por el mismo mercado, llevando la Tasa de Política Monetaria a niveles en torno a 6% de ahora a fin de año, comienzos del próximo. Indica que hay un anclamiento de expectativas condicionadas a que se cumplan las posibilidades de alzas de tasas de política, aunque la variable Tasa de Política Monetaria neutral actual es por definición una variable inobservable hoy en día, en 24 meses más o en diez años más se sabrá con certeza que es muy superior al 5% actual y eso es lo que supone nuestro modelo. Comenta, que si dicha tasa fuera de 6,25% la combinación de una brecha proyectada de +2%, a nuestro horizonte de política con las perspectivas de inflación actuales de corto y mediano plazo superiores a 3%, no harían fácil descartar el argumento de que la Tasa de Política Monetaria óptima actual fuese superior a la Tasa de Política Monetaria neutral de 6,25%. Le parece que esto implica que lo óptimo es corregir hoy día el importante atraso monetario actual y que es creciente desde enero hasta la fecha, elevando la Tasa de Política Monetaria en esta oportunidad en 125 puntos base o más; o en 50 puntos base para dar una señal. Hace presente el señor Gerente de Investigación Económica que esta corrección intensa, por los argumentos que entregó el señor Gerente de División Estudios en su informe de opciones, daría una señal negativa al mercado y, por lo tanto, sugiere elevar la Tasa de Política Monetaria a 5,25%, pero sí señalando explícitamente el fuerte sesgo hacia alzas futuras, en el mismo Comunicado.

El Gerente de División Política Financiera, señor Pablo García señala que está de acuerdo con la recomendación que hace la Gerencia de División Estudios, en términos que la decisión que corresponde acoger es la de aumentar la Tasa de Política Monetaria. Agrega el señor García que las noticias no solo despejan de manera significativa los riesgos de una reaceleración atenuada, sino que muestran un dinamismo de cierre de holguras bastante más significativo que el previsto. Por ello, estima que no hay argumentos de peso que justifiquen tomar una decisión de esperar para actuar más adelante, pues no ve qué información adicional sea necesaria para retomar el ritmo de normalización hacia una instancia más neutral.

Agrega el Gerente mencionado, que esto además resulta congruente con la manera como el mercado ha leído nuestras propias comunicaciones y el hecho que existen coincidencias en los escenarios macroeconómicos de mercado, al menos de los próximos trimestres.

Finalmente, el Gerente de División Política Financiera agrega que hay dos aspectos que cree que son relevantes a la hora de descartar un ajuste más agresivo. En primer lugar, se refiere a que el foco hasta ahora ha estado principalmente en el rol de los *shocks* de oferta, y esto tiende a ser bastante noticioso, pero esconde el rol más significativo que a mediano plazo tiene la evolución de las holguras. En segundo lugar, menciona que las expectativas de inflación han tendido a reaccionar a plazos cortos y medianos y no se ve un escenario de desanclaje de expectativas probable. A su juicio, cree que estos dos puntos debiesen ser destacados en la comunicación de la decisión de hoy.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Esteban Jadresic indica que el mes pasado se evaluó mantener o subir la tasa de interés de política en el contexto que se contaba con nuevas presiones inflacionarias por el lado de la oferta, y también una demanda



BANCO CENTRAL DE CHILE

más dinámica que sugería un cierre de brechas más rápido que lo previsto. Agrega el señor Jadresic que se decidió esperar, fundamentalmente para recabar mayores antecedentes que consolidaran dicho diagnóstico con un cierre de brechas más rápido y por ende una inflación más alta posteriormente.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Esteban Jadresic, sobre este mismo tema, se pregunta en qué situación se encuentran. Al respecto, señala que la percepción es que no puede afirmarse que los antecedentes sean totalmente concluyentes, pero estima que éstos indican, claramente, que la brecha pareciera haberse cerrado más rápidamente que lo previsto, no tanto en el sentido de que se tengan nuevos antecedentes que refuercen todavía más una aceleración de este proceso, sino a que no ha habido novedades que reviertan este diagnóstico, el cual se realizó hace un mes. Indica el Gerente de División Operaciones Financieras que durante el mes también hubo sorpresas importantes por el lado de la inflación, lo que ha sido muy destacado en la prensa, particularmente en lo que se refiere al rubro alimentos.

Señala el señor Jadresic que sin embargo, difícilmente puede decirse que esto sea consecuencia de un cierre de brechas, debido a que se continúa sin observar presiones importantes, como por ejemplo en el mercado laboral o índices como se mencionaba en la reunión de esta mañana, de IPCX1 sin alimentos. Agrega el señor Jadresic que en este sentido, concuerda con lo que se ha mencionado en el debate público. En relación a lo anterior, menciona que se ha exagerado la importancia de este elemento, y que el Banco Central de Chile tiene un rol que cumplir en términos de bajarle el perfil a ese diagnóstico y sí poner énfasis en los temas de la brecha y sus consecuencias de inflación a mediano plazo.

En virtud de lo anterior, el Gerente de División Operaciones Financieras señor Esteban Jadresic comparte la recomendación de la Gerencia de División Estudios de aumentar en 25 puntos base la Tasa de Política Monetaria. Sobre el particular agrega, que sí cree que hay que tener cuidado con las señales que se dan respecto a futuras evoluciones de tasas. Hace presente, que en primer lugar, recientemente el Banco Central de Chile ha dado señales cambiantes en el tiempo, respecto a la evolución de las tasas, lo cual si bien no ha implicado una volatilidad de los mercados financieros anormal para los parámetros históricos, a su juicio, sí ha generado algunas discusiones en el mercado, lo que con o sin razón tiene algún efecto perjudicial. En segundo lugar, señala que si bien lo más probable es que los próximos movimientos de tasas de interés serán hacia el alza, tampoco está claro con qué velocidad ni con qué intensidad eso ocurrirá. Habrá que esperar a tener más antecedentes. Sobre el particular, el señor Jadresic estima que sería arriesgado adelantar trayectorias específicas de evolución de las tasas que hagan sugerencias en este sentido.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Esteban Jadresic señala que le parece adecuado transmitir un sesgo similar a lo que se ha mencionado, en el sentido que bastaría con decir que pueden ser necesarios aumentos adicionales en la tasa de interés de política monetaria o algo parecido.

El Gerente de Mercados Financieros Nacionales señor Beltrán De Ramón indica que se suma y concuerda con la recomendación efectuada por los demás miembros del *staff*, en el sentido de subir 25 puntos base la Tasa de Política Monetaria. Señala que dentro de las opciones mencionadas, descarta el mantener dicha tasa y tampoco le parece adecuado aumentar 50 puntos, por los efectos que ello pudiera acarrear. Agrega el señor De Ramón que le parece más relevante reaccionar por el cierre de las brechas, lo que se ha visto en el desempleo y no tanto en los salarios. Agrega que también se ha visto en la actividad. Cree que en estos *shocks* de oferta, como mencionaba el señor Gerente de División Estudios, no se

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

aprecia que se hayan desalineado las expectativas y tampoco se observan efectos de segunda vuelta tan concretos que pudieran hacer reaccionar más allá de 25 puntos base. Sin embargo, señala que de lo que pudo leer en la prensa, algunos analistas no descartan subir en 50 puntos base la tasa de política, en esta ocasión o más adelante. Indica el señor De Ramón que, en general, los agentes de mercado se dan cuenta de que gran parte de este *shock* ha sido de oferta y lo ven como mucho más probable en los 25 puntos base, aunque sean varias alzas seguidas y no aprecian un escape de la inflación por el lado de la demanda, y comenta que eso ha sido bastante generalizado, salvo un par de excepciones y eso se puede recoger, prácticamente, con todos los Analistas consultados. Dado lo anterior, el señor Gerente de Mercados Financieros Nacionales estima que es mejor, en función de ello, mantener el sesgo, tal vez dando algunas señales de posibles alzas futuras, pero por supuesto, dependiendo de la información que se acumule en los próximos meses.

La Ministra de Hacienda Subrogante, señora María Olivia Recart expresa que en el contexto económico en el cual se inserta la decisión del Consejo del Banco Central, la que fue ampliamente discutida esta mañana, se destaca un crecimiento dinámico de la economía y *shocks* de oferta que han afectado y se espera que afecten los registros de inflación en los próximos meses.

La señora Ministra de Hacienda Subrogante, comenta que tal como lo señala la Gerencia de División Estudios en la *Minuta de Política Monetaria*, los últimos antecedentes disponibles permiten considerar tres alternativas distintas, lo anterior producto de que existe aún incertidumbre respecto a cómo se irán desarrollando los *shocks* de oferta que afectan a la economía y de riesgos a la baja en el escenario central de actividad. Asimismo, la señora Recart destaca que pese a que los antecedentes que se presentaron en la mañana muestran un escenario de crecimiento por sobre lo esperado en el *IPoM* de mayo, estas estimaciones de crecimiento han sufrido una alta volatilidad en los meses recientes. Agrega, que por otra parte, la situación energética continúa siendo un riesgo a la baja en la estimación de crecimiento. Adicionalmente, indica que las medidas que excluyen el efecto directo de *shocks* de oferta sobre la inflación, han mostrado una trayectoria muy acotada. Lo anterior es consistente con un cuadro de crecimiento de los salarios y de los costos unitarios acotados.

Comenta la señora Ministra de Hacienda Subrogante que como se ha discutido previamente, el nuevo marco de política ha logrado un alto grado de anclaje de las expectativas de inflación, y es así como en Chile y en otros países con Bancos Centrales altamente creíbles, los *shocks* de oferta han tenido efectos sobre la inflación total significativamente menores al pasado. Agrega que, dado el efecto de incertidumbre sobre la economía de los *shocks* que se han verificado no solo en su persistente duración, sino también en su reacción sobre la economía, hay que ser muy cuidadosos con la transmisión de la decisión de política monetaria.

Finalmente, la señora Ministra de Hacienda Subrogante menciona que más allá del mérito de cada una de las distintas opciones de política, es importante que la decisión adoptada sea transmitida de manera muy clara al público en general, pero particularmente en un ambiente de incertidumbre como el antes descrito, la forma en cómo se comunique dicha decisión será importante y permitirá evitar lecturas que puedan ser erróneas.

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

24



## BANCO CENTRAL DE CHILE

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

Comenta el señor Consejero que en el frente externo las condiciones no han variado en forma significativa respecto de la última reunión. El crecimiento se muestra vigoroso, con una proyección para este año que se ajusta marginalmente al alza. Los mercados financieros internacionales denotan un mayor grado de preocupación por los efectos del deterioro de los activos hipotecarios en Estados Unidos de América. Con todo, agrega, las condiciones financieras para las economías emergentes siguen siendo, en general, favorables.

Señala el Consejero señor Marshall que en el curso del mes, los precios de los combustibles y del cobre han subido en forma significativa.

En el frente interno, los agregados monetarios y crediticios mantienen tasas de crecimiento elevadas. En el mercado de títulos financieros, los rendimientos en pesos han tendido a subir, si bien en forma menos pronunciada que en el mes anterior. Señala el Consejero señor Marshall que el tipo de cambio se ha apreciado respecto del nivel que tenía en la última reunión.

Agrega el citado Consejero que la demanda crece en forma vigorosa a un ritmo superior al previsto. Destaca la expansión del consumo privado, lo que resulta congruente con la evolución del empleo. De igual forma, sobresale el crecimiento de la inversión y, especialmente, el de las importaciones de bienes de capital.

En materia de actividad, manifiesta el señor Consejero que las cifras dan cuenta de un crecimiento más bien elevado. Después de dos meses con cifras de Imacec superiores al 6%, que indicaban una aceleración de la actividad, mayo mostró un registro ajustado algo más bajo. Señala que lo anterior confirma que la actividad crece por sobre su nivel de tendencia, pero introduce algún grado de incertidumbre sobre el desenvolvimiento del actual ciclo expansivo en los próximos trimestres.

Congruente con la evolución de la actividad, indica el Consejero señor Marshall que el empleo total mantiene un sólido crecimiento y la tasa de desocupación vuelve a disminuir. Sin embargo, el impacto de todo ello sobre los salarios y costos laborales permanece acotado y éstos últimos siguen creciendo a un ritmo moderado. Indica que las últimas cifras muestran una leve desaceleración.

Comenta el Consejero señor Marshall que donde sí se han producido sorpresas importantes es en materia de inflación. Las cifras del mes de junio estuvieron por sobre las esperadas. Con ello, tanto la inflación efectiva como la subyacente se han ubicado por sobre el 3%. En todo caso, indica que es importante tener en cuenta que este cambio en el panorama inflacionario responde principalmente a choques de precios. Como resultado, manifiesta el señor Consejero las proyecciones de corto plazo se han ajustado hacia arriba. Agrega que las expectativas de mercado también se han revisado al alza, especialmente para plazos cortos. No obstante ello, las expectativas para plazos medio y largo permanecen ancladas a la meta. En este contexto, señala que el mercado ha ajustado sus expectativas para la evolución de la Tasa de Política Monetaria en el curso de los próximos trimestres. Indica que para esta reunión se espera casi sin excepciones un alza de 25 puntos base.

24



BANCO CENTRAL DE CHILE

Con todos estos antecedentes, indica el señor Consejero que es perfectamente posible considerar más de una opción de política para esta reunión. Sin embargo, la que le parece más adecuada es la que contempla un alza de 25 puntos base. Manifiesta que con esta decisión se retomaría el curso de normalización de política monetaria, el que se interrumpió por algunos trimestres en reacción a un cambio en el escenario económico. Todo ello bajo el supuesto de que la Tasa de Política Monetaria se ubica todavía por debajo de su nivel normal.

Agrega el Consejero señor Marshall que el ajuste al alza se justifica principalmente porque el crecimiento de la actividad es superior al previsto y se ubica por sobre el nivel de tendencia, lo que implica que las holguras se están reduciendo rápidamente. A ello se agrega que la trayectoria de la inflación es bastante más alta que la anticipada y se ubicaría algo por sobre el 3%. Si bien ello se explica principalmente por choques de precios, el ajuste resulta prudente para evitar efectos de segunda vuelta y mantener las expectativas ancladas.

En todo caso, manifiesta el Consejero señor Marshall que con la información disponible en estos momentos, la normalización de la Tasa de Política Monetaria debería seguir un curso más bien gradual. Indica que ello permitirá calibrar la intensidad y velocidad del ajuste requerido, en un contexto en el cual existen varias incertidumbres. Señala que se presentan riesgos relacionados con el suministro de energía que podrían tener efectos sobre la actividad y también se debe monitorear el eventual impacto de las alzas de precios en el ingreso disponible de los hogares.

Señala el señor Consejero que se podría argumentar que el mercado ha incorporado en sus expectativas, en forma muy rápida, varias alzas en la Tasa de Política Monetaria y por tanto, podría ser recomendable un ajuste pronunciado en esta ocasión. Sin embargo, señala el Consejero señor Marshall que pondría dos notas de cautela. Primero, el desplazamiento de la curva de rendimientos que puede estar reflejando simultáneamente un aumento en las primas por riesgo y, segundo, las encuestas a los operadores que indican que éstos esperan un número más bajo de ajustes en la Tasa de Política Monetaria que los sugeridos por los precios de los activos.

Comenta el señor Consejero que la opción de mantener la tasa en su actual nivel debe ser descartada, principalmente por el cierre de holguras que se está observando. Pero, además, porque sería incongruente con el diagnóstico comunicado después de la última reunión, lo que podría afectar la credibilidad de la política monetaria.

Hace presente el Consejero señor Marshall que la decisión de un alza de 25 puntos base debe ser complementada con un Comunicado que sugiera un curso de normalización gradual de la Tasa de Política Monetaria para los próximos meses, cuya implementación dependerá, en parte importante, de las noticias que se vayan produciendo en materia de actividad e inflación.

En suma, el Consejero señor Enrique Marshall indica que su voto es por subir la Tasa de Política Monetaria hasta 5,25%.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que, como es habitual, agradece el análisis del *staff*.

Menciona el citado Consejero, que el escenario externo muestra pocos cambios en lo financiero respecto de lo que sucedía hace solo un mes. La fuerte alza de las tasas de interés de largo plazo que se observara en la Reunión de Política Monetaria anterior, no ha continuado y su nivel actual es similar al de hace un mes.





## BANCO CENTRAL DE CHILE

Respecto de las tasas cortas, indica el Consejero señor Marfán que éstas han vuelto a reflejar una expectativa de estabilidad de la Tasa de Política Monetaria de los Estados Unidos de América en el horizonte cercano, a diferencia de lo que se apreciaba el mes pasado. Cierta evidencia de *fly to quality* en las primas de riesgo no ha afectado el riesgo chileno, sino solo 5 puntos base, y las tasas de interés externas relevantes para arbitrar desde Chile no han variado de manera concomitante. Agrega que los precios internacionales de los *commodities*, especialmente cobre, petróleo, leche en polvo y granos, han continuado aumentando, alejándose aún más del escenario base del *IPoM* de mayo.

En lo interno, comenta el Consejero señor Marfán que lo más llamativo es, sin duda, la sorpresa inflacionaria de junio, que se suma a la de los meses previos y sus consecuencias sobre las expectativas de tasas de política monetaria en el horizonte cercano. En este plano, las causas inmediatas del último registro se vinculan a los alimentos y combustibles, pero se pregunta cuánto de esto es reflejo de los precios internacionales y cuánto es idiosincrásico nuestro. La incidencia del ítem salud que afectara el IPC de mayo se revirtió en junio y no hay elementos que den certezas respecto de su evolución futura.

Indica que la aceleración del producto interno bruto y de la demanda interna, por sobre el escenario base a que se hiciera referencia en la Reunión de Política Monetaria anterior, no parece permanente, lo que afectaría el nivel del PIB y de la brecha, pero no la velocidad en lo que resta del año.

Manifiesta el Consejero señor Marfán que un puzzle que sigue sin resolverse se da en el mercado del trabajo, donde la tasa de desempleo sigue reduciéndose, mientras los costos laborales permanecen inmunes a ese efecto. Indica que tanto el empleo como la tasa de desempleo parecen más elevados que lo contemplado en el escenario del *IPoM*, mientras los costos laborales unitarios parecen menores. Agrega que este puzzle arroja dudas sobre nuestros supuestos, acerca de la magnitud del vínculo entre brecha del PIB y brecha de desempleo respecto de la inflación. Manifiesta que saca tres conclusiones de todo lo anterior. En primer lugar, casi la totalidad de la mayor inflación se explica por *shocks* de oferta y no hay evidencia concluyente de que también existan componentes de demanda o de gasto agregado en la mayor inflación observada hasta ahora. En segundo lugar, parece conveniente abandonar el escenario base del *IPoM* de mayo, sin que por ahora se tenga un escenario de mediano plazo alternativo. Indica el señor Consejero que el ejercicio que se presentó en la mañana es incompleto, como se sabía, y las oscilaciones que presentan sus resultados no resultan plausibles para ser consideradas en nuestra decisión de hoy. En tercer lugar, solo el escenario base que se construya para el *IPoM* de septiembre permitirá ordenar el impacto del conjunto de *shocks* de oferta y de puzzle sin resolver que se enfrenta.

Manifiesta el Consejero señor Marfán que como conclusión de todo lo anterior, los elementos de juicio y de sentido común que siempre deben estar presente en nuestras decisiones, en esta oportunidad deberán tener un peso aún mayor al habitual. Indica que los operadores esperan, de manera casi unánime, un aumento de 25 puntos base en la Tasa de Política Monetaria para esta reunión. Las expectativas de inflación de mediano plazo se elevaron marginalmente después que se diera a conocer la inflación de junio. Comenta que las cifras diarias, de por sí más volátiles que los promedios semanales, muestran una *forward* para la inflación uno en uno que retorna a sus niveles habituales, es decir, no hay evidencia de un desanclaje de expectativas.

Le parece al Consejero señor Marfán que tomar una decisión distinta a la que espera el mercado, podría ser interpretado como que el Banco Central de Chile cuenta con información adicional, lo que no es efectivo. Por lo mismo, una decisión distinta solo agregaría



## BANCO CENTRAL DE CHILE

una sorpresa extra, la que no podría interpretarse hasta que se haga pública la Minuta. Por estas consideraciones, el Consejero señor Manuel Marfán manifiesta que su voto es por elevar la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base.

El Consejero señor Jorge Desormeaux señala que también quiere agradecer el muy completo análisis del *staff* de la Gerencia de División Estudios en la preparación de los antecedentes para esta Reunión de Política Monetaria.

Menciona el señor Consejero que en la pasada Reunión de Política Monetaria de junio, el Consejo optó por mantener inalterada la Tasa de Política Monetaria, introduciendo un sesgo al alza, pese a que la economía mostraba ya un dinamismo superior al proyectado y las diferentes medidas de inflación mostraban un repunte. Indica que esta decisión se basó esencialmente en la necesidad de acumular mayores antecedentes acerca de la persistencia de estos desarrollos. Señala que los desarrollos de los últimos treinta días han tendido a consolidar estas tendencias.

En el plano externo, indica el señor Desormeaux, que los precios de los combustibles y de los alimentos han seguido aumentando y se prevé además que la normalización va a ser más gradual de lo que se estimaba previamente.

Manifiesta que en el plano interno, la actividad ha mostrado un crecimiento superior al proyectado, lo que ha dado lugar a un cierre más rápido de las holguras de capacidad que el previsto en el *IPoM* de mayo pasado. El fuerte crecimiento del empleo y la reducción de las tasas de desempleo prevalecientes confirman este diagnóstico. Indica que se prevé que este cuadro se mantendrá en lo que resta del año, pese al impacto adverso que tendrá o podría tener el alza en el precio de los combustibles sobre el ingreso disponible del sector privado. Junto a esta aceleración en el crecimiento del PIB, la economía ha sido sometida a un significativo *shock* sobre los precios de los alimentos y los combustibles, lo que ha afectado todas las mediciones de inflación, así como las expectativas de inflación de corto plazo. Sin embargo, señala el Consejero Desormeaux las expectativas de inflación de más largo plazo siguen ancladas en 3%, lo que sugiere que el mercado considera los efectos de estos *shocks* como esencialmente transitorios. Señala que un elemento positivo en este cuadro es que los costos laborales se mantienen creciendo dentro de rangos acotados, lo que configura un cuadro favorable para la acción del Banco Central de Chile.

Comenta el señor Consejero que los mercados financieros han reaccionado frente a este panorama de menores holguras y mayor inflación de corto plazo, elevando las tasas de interés de los instrumentos nominales, de lo cual se deduce una trayectoria más empinada para la Tasa de Política Monetaria futura esperada.

Agrega que como señala el informe de la Gerencia de División Estudios, el mercado proyecta tres alzas de 25 puntos base en lo que resta de este año, y otras dos alzas en el primer semestre del año 2008. Frente a este panorama y considerando que la tasa de política monetaria se encuentra hoy lejos de la neutralidad, cree que las opciones a considerar en la reunión de hoy son un aumento de 25 puntos base o de 50 puntos base.

Comenta el señor Consejero que descarta la opción de mantener inalterada la Tasa de Política Monetaria en 5%, porque ello en primer lugar, como señalaba el Consejero señor Enrique Marshall, no sería coherente con el mensaje que se entregó en la Reunión de Política Monetaria de junio y arriesgaría un desanclaje de expectativas. Manifiesta que coincide con el diagnóstico de la Gerencia de División Estudios en el sentido de que la opción más apropiada es la de aumentar la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base. En primer



## BANCO CENTRAL DE CHILE

lugar, porque el grueso de la mayor inflación que se está experimentando se explica por *shocks* de oferta. En segundo lugar, porque las expectativas de inflación de mediano y largo plazo siguen ancladas en torno al 3%, lo que es condicional a que las tasas de política monetaria se incrementen alrededor de 125 puntos base en los próximos doce meses. En tercer lugar, es coherente con el ejercicio de actualización parcial del escenario base que se realizó para esta reunión, y que se hace cargo del cierre de holguras que está experimentando la economía. Y por último, coincide con las expectativas del mercado, que espera en forma unánime un alza de esta magnitud. Finalmente, agrega el señor Consejero que un incremento de 50 puntos base podría mal entenderse, en el sentido de reflejar una visión más negativa de la que tiene el propio mercado sobre las perspectivas inflacionarias o un riesgo manifiesto de desanclaje de expectativas.

El Consejero señor Desormeaux vota en consecuencia, por un alza de la tasa de política monetaria de 25 puntos base y estima conveniente agregar la mantención del sesgo al alza que se introdujo en la reunión pasada.

El Vicepresidente señor José De Gregorio, señala que tal como se ha venido confirmando hace algunos meses, los registros de inflación han estado por encima de lo anticipado. Asimismo, el crecimiento de la actividad ha mostrado también un mayor dinamismo del esperado, aunque con un dato puntual del último mes algo menor a la tendencia que se observó en los meses previos.

Señala el señor Vicepresidente que las cifras de inflación han estado fuertemente influidas por alimentos y combustibles, pero distintas medidas de inflación subyacente han mostrado también aumentos mayores a lo esperado.

Respecto de enero, indica que la inflación anual en junio del IPC e IPCX1 ha sorprendido con nuevamente 1,5 puntos porcentuales. Señala el señor Vicepresidente que las noticias han sido significativas y la variación de las medidas subyacentes también indicaría ciertas mayores presiones inflacionarias. Agrega que es posible argumentar que la mayor inflación subyacente sea producto de una evolución de la actividad más dinámica de la anticipada. Sin embargo, a su juicio, este mayor dinamismo tendrá repercusión en nuestra producción en los trimestres venideros, más que en los datos más recientes, por los rezagos normales entre actividad e inflación.

Expresa el señor Vicepresidente que las noticias inflacionarias efectivamente se concentran en algunos productos específicos. Si se descuenta el IPC de todos los alimentos, combustibles y servicios indexados no combustibles, se llega a que la inflación anual a julio de este subconjunto que representa algo menos de dos tercios del IPC, es de solo 1,7%, cayendo del 2,8% registrado en promedio en el segundo semestre del año pasado. Lo anterior significa que mirando este índice de inflación subyacente se puede prever que no hay presión inflacionaria, sobre todo, cuando esta medida descuenta componentes bastante estándar en las mediciones internacionales de inflación subyacente. Señala que de hecho esta evidencia se podría usar para justificar una mantención de la Tasa de Política Monetaria.

No obstante lo anterior, a juicio del señor Vicepresidente hay al menos tres razones que restan fuerza al argumento señalado. La primera, es que el alza del precio de los alimentos y combustibles puede haber creado una compresión del gasto destinado a otros bienes, resultando en presiones a la baja en dichos precios, lo que sería consistente con la baja observada por el IPC que excluye alimentos y combustibles. Señala que un freno en el alza de los precios de alimentos y combustibles podría resultar entonces en un aumento de otros precios. En consecuencia, indica que excluir precios que han tenido alzas severas y una

2  
4



## BANCO CENTRAL DE CHILE

participación relevante en la canasta de consumo, puede esconder presiones inflacionarias que se revelarán una vez que los precios de aquellos bienes específicos que han experimentado aumentos importantes se normalicen.

En segundo lugar, comenta el señor Vicepresidente que tal como han discutido quienes lo han precedido, existe el riesgo de efectos de segunda vuelta, con consecuencias nocivas en la inflación y la eficacia de la política monetaria. Estos efectos de segunda vuelta consistirían en el aumento de otros precios, por ejemplo, causados por presiones de costos laborales elevadas como resultados de mayores expectativas inflacionarias. Agrega que para mantener dichas expectativas ancladas, es necesario responder a dichos desarrollos reduciendo el impulso monetario. Señala que de no actuar oportunamente, será necesario aplicar una dosis mayor en el futuro con sus consecuentes costos en términos de actividad y credibilidad.

Por último, manifiesta el Vicepresidente señor De Gregorio que en tercer lugar, el actual dinamismo de la actividad, que se espera continúe, estaría incubando presiones inflacionarias que se materializarían en los meses venideros. Por lo tanto, a su juicio habría que subir la tasa de interés en esta oportunidad. Comenta que se podría incluso argumentar a favor de un alza de 50 puntos base, pero le parece prematuro, en particular, dado el último registro del Imacec y las perspectivas de magnitud e implicancias muy inciertas de los problemas de abastecimiento de gas. Indica que lo anterior podría atenuar, en algún grado, las presiones inflacionarias que se observan.

Asimismo, el señor Vicepresidente señala que con la evidencia acumulada, le parece adecuado subir hoy la tasa y no esperar mientras se recopilan más antecedentes respecto a las persistencias de los *shocks* más recientes. Por último, indica que lo más probable es que con las actuales perspectivas de inflación y actividad, sea necesario volver a aumentar la Tasa de Política Monetaria en los meses siguientes.

Por lo anterior, el Vicepresidente señor José De Gregorio señala que su voto es por subir la tasa de política monetaria en 25 puntos base.

El Presidente señor Vittorio Corbo manifiesta que el escenario externo se mantiene favorable con algunos leves cambios. En Estados Unidos de América el ajuste del sector inmobiliario y de las hipotecas de alto riesgo se vislumbra como más duradero y comienza a tener repercusiones en los premios por riesgo de los activos más inseguros, pero al mismo tiempo los indicadores de actividad se fortalecen. Indica que los precios de los productos primarios, incluyendo el petróleo, vuelven a incrementarse y las tasas de interés de largo plazo caen levemente.

Comenta el Presidente señor Corbo que en la economía nacional, las cifras del último mes muestran signos de mucho dinamismo. Señala que por días trabajados y efectos puntuales, el crecimiento del PIB sigue superando las proyecciones del último *IPoM*, aunque con una atenuación en lo más reciente, y al crecimiento del PIB potencial. Por su parte, el crecimiento del empleo se fortalece, especialmente en empleos asalariados, mientras que el desempleo sigue reduciéndose. El consumo, en tanto, se mantiene con altas tasas de crecimiento, superiores a las observadas en el primer trimestre. La inversión en maquinarias y equipos crece fuertemente y por sobre lo proyectado, y los agregados monetarios y crediticios continúan mostrando un gran dinamismo. Indica el Presidente señor Corbo que las noticias de los últimos dos meses configuran un segundo trimestre donde la demanda interna crecería en torno a dos puntos porcentuales por sobre lo estimado en el *IPoM* y el PIB Resto en torno a un punto porcentual.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En lo que se refiere a la inflación, el Presidente señor Corbo menciona que las últimas cifras también muestran niveles bastante por encima de lo proyectado en el escenario base de mayo y en la última Reunión de Política Monetaria, debido particularmente a mayores precios internacionales de combustibles y de alimentos, así como también a alzas no anticipadas en los precios de frutas y verduras. Indica que también se estima que los aumentos observados en los precios internacionales de los alimentos, por el carácter de los factores que lo han inducido, sequía en Australia, demanda de bio-diesel, consumo de grandes emergentes (China-India), tendrían un componente importante de permanencia. En paralelo, las expectativas de inflación de corto plazo superan el 3%, pero las expectativas de largo plazo están ancladas en torno al 3%, en un contexto en que los precios financieros y las encuestas a los Operadores de Mesas de Dinero proyectan un empinamiento en la trayectoria de la Tasa de Política Monetaria.

En cuanto a las implicancias de estos desarrollos para la política monetaria, el Presidente señor Corbo señala que el anticipo en el cierre de las brechas de capacidad, resultante del mayor dinamismo que lo proyectado del PIB Resto, por sí solo tiene consecuencias en la inflación proyectada y requiere adelantar la reducción del estímulo monetario para mantener la inflación en torno a la meta en el horizonte de política. Agrega el señor Presidente que esto se refuerza por la necesidad de evitar que los aumentos en los precios internacionales de los combustibles y de los alimentos, terminen por generar efectos de segunda vuelta y/o aumentos de expectativas de inflación, lo que acabaría por alejar en forma más persistente la inflación de la meta. Menciona el señor Presidente que el mercado también ha interpretado que las sorpresas de demanda interna y de precios de alimentos requerirán de una normalización más rápida de la política monetaria, para mantener la inflación en torno a la meta en el horizonte de política. Con todo, descarta totalmente el mantener la tasa y la opción de subirla en 50 puntos base, porque las noticias no lo justifican y podría entregar el mensaje erróneo de que el Banco Central de Chile está reaccionado, principalmente, como respuesta al alza reciente en la inflación como resultado de *shocks* de oferta.

Por lo anterior, el Presidente señor Vittorio Corbo, señala que su voto también es por un aumento de 25 puntos base en la Tasa de Política Monetaria, manteniendo un sesgo al alza.

En mérito de lo anterior, el Consejo adopta el siguiente Acuerdo:

110-01-070712 – Tasa de Política Monetaria.

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

Esta decisión es coherente con holguras de capacidad menores que las previstas en el último *Informe de Política Monetaria* y resulta necesaria para que la inflación proyectada en tomo a dos años se ubique en 3%.

24



BANCO CENTRAL DE CHILE

El escenario externo relevante para la economía chilena continúa favorable. La actividad económica mundial se expande con vigor, las condiciones financieras siguen ventajosas y el precio del cobre ha vuelto a aumentar, aunque algo similar ha ocurrido con el del petróleo y el de sus derivados. Los precios de varios productos alimenticios siguen elevados e incluso algunos de ellos han continuado aumentando.

Más allá del desempeño de algunos sectores específicos, la información disponible sobre actividad y gasto interno sigue dando cuenta de un importante dinamismo en el segundo trimestre, por encima de proyecciones previas. El empleo asalariado continúa aumentando y las condiciones financieras internas son favorables.

La inflación del IPC se ubica levemente sobre 3%, por encima de lo proyectado en el último *Informe de Política Monetaria*, y sigue influida por el precio de los combustibles y por el mayor precio de los alimentos. Estos últimos también han incrementado la inflación subyacente IPCXI (que excluye combustibles, perecibles y algunos servicios regulados). Más allá de los aumentos de estos precios específicos, las medidas alternativas de la tendencia inflacionaria se ubican en 3% o algo por sobre esta cifra, mientras que los costos laborales siguen contenidos. En este cuadro de mayor inflación por un *shock* de oferta, aunque las expectativas de inflación de corto plazo han aumentado, las de largo plazo permanecen ancladas en torno a 3%.

El Consejo estima que, en el escenario más probable, será necesario reducir el estímulo monetario en meses venideros para que la inflación proyectada en el horizonte de política se ubique en 3%. Como siempre, la materialización de cambios en la TPM dependerá de la nueva información que se acumule y de sus implicancias sobre la inflación proyectada."

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

MARÍA OLIVIA RECARTE HERRERA  
Ministra de Hacienda (S)

MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI  
Ministro de Fe