



## BANCO CENTRAL DE CHILE

### ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 109 celebrada el 14 de junio de 2007

---

En Santiago de Chile, a 14 de junio 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 el señor Ministro de Hacienda, don Andrés Velasco Brañes.

Asisten también:

Gerente General, don Alejandro Zurbuchen Silva;  
Subgerente General, don Leonardo Hernández Tagle;  
Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldívar;  
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 fija la fecha de la Sesión de Política Monetaria del mes de diciembre de 2007, para el día 13 de ese mes. Agrega, que para la presentación del Informe de Política Monetaria correspondiente al mes de enero de 2008, se encuentra en conversaciones con el señor Presidente de la Comisión de Hacienda del Senado, para acordar la fecha que, estimativamente, podría ser el día miércoles 16 de enero de 2008.

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 Weinberger.

El Presidente señor Vittorio Corbo ofrece la palabra al Gerente don Sergio Lehmann Beresi, para que inicie la exposición.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann, señala que en lo referente al escenario internacional, las tasas de interés a largo plazo han aumentado en torno a 50 puntos base en Estados Unidos de América, algo menos en Europa, frente a señales más dinámicas de lo anticipado y el consiguiente mayor riesgo de presiones inflacionarias. Indica el señor Lehmann que se han disipado las posibilidades de recorte de Tasa de Política Monetaria en Estados Unidos de América; incluso el mercado incorpora hoy aumentos de tasa hacia fines de año, mientras que en la Zona Euro, además del aumento recientemente efectuado por el Banco Central Europeo, se esperan dos alzas adicionales durante el año 2007. Agrega que en Japón no hay cambios en las perspectivas de movimiento de la Tasa de Política Monetaria.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

Respecto a las perspectivas de crecimiento mundial, el Gerente de Análisis Internacional indica que éstas se han afirmado en torno al 5% para el bienio 2007 – 2008, no obstante ha cambiado ligeramente la composición, mostrándose mayor dinamismo en Asia emergente y en Europa.

Indica el señor Lehmann que en materia de commodities, el precio del petróleo aumentó en torno al 6% durante el mes, debido a tensiones geopolíticas; una tormenta en el Golfo Pérsico; y una fuerte demanda de combustible en Estados Unidos de América. También destaca una brecha inusual entre el precio del petróleo *Brent* y el *WTI*, por factores puntuales del mercado del petróleo; no obstante esto lleva a ajustar al alza la trayectoria para el precio de la gasolina, materializándose uno de los riesgos que fueron previstos en el *IPoM*.

En lo que dice relación al precio del cobre, éste ha retrocedido casi un 10% durante el mes, lo que se encuentra en línea con el escenario base planteado en el último *IPoM*. Indica el señor Lehmann que en los mercados emergentes ha continuado una contracción de premios por riesgo, en tanto los premios soberanos han seguido disminuyendo.

Respecto a indicadores de actividad en Estados Unidos de América, señala el Gerente de Análisis Internacional que éstos son predominantemente positivos. Destaca el Índice de Confianza de Consumidores que está claramente manifestando un valor mayor al que se preveía. Indica que la producción industrial también fue sustancialmente mayor a lo que se proyectaba.

Señala el señor Lehmann que en relación al mercado laboral, tal como ya se ha observado en meses y semanas anteriores, ha continuado mostrando un leve dinamismo. El ISM, tanto manufacturero como no manufacturero, también ha sido leído positivamente por valores que han sido mayores a los que se anticipaban, y se mantienen elementos vinculados con el mercado inmobiliario. En consecuencia, ha continuado el ajuste en ese sector y en cuanto a precios, destaca que éstos se han mantenido acotados. No obstante estos indicadores positivos, el ajuste del mercado inmobiliario ha continuado. Se tienen cifras del inicio de vivienda y mercado de la construcción que se mantienen en el área negativa, e índices de precio de viviendas que han mantenido una trayectoria más bien decreciente.

Señala el Gerente señor Lehmann que a pesar de lo anterior, el mercado laboral se ha mantenido dinámico, y se observan cifras de tasas de desempleo que se han mantenido relativamente bajas respecto a las históricas, así como también la creación de empleo que ha mantenido una dinámica importante. Indica el señor Lehmann que el consumo además es apoyado por buenos indicadores de confianza. *The Conference Board* ha mantenido en términos de tendencia una trayectoria más bien positiva, lo que está en línea con el comportamiento que ha mantenido el consumo. Destaca especialmente la recuperación de la inversión no residencial, un elemento que fue una preocupación en los primeros meses del año. Se observa que el dato de crecimiento fue positivo en el primer trimestre y adicionalmente las órdenes de bienes de capital muestran también una recuperación. Subraya el señor Lehmann que el índice que recoge la probabilidad de recesión en Estados Unidos de América, que en algún momento fue también motivo de preocupación, hoy ha caído de manera significativa y no recoge las últimas cifras, por tanto, la posibilidad de que haya un aterrizaje brusco en Estados Unidos de América ha tendido a disiparse, en línea con los indicadores que se han observado más recientemente y también el hecho que la pendiente de la curva de rendimiento es hoy más bien positiva.

En cuanto a la inflación, señala el Gerente de Análisis Internacional que ésta se muestra controlada. Sin embargo, aparecen riesgos de mayores presiones, lo que está en línea con los indicadores de actividad que han sido más altos de lo previsto. No obstante, quiere mencionar que de todas maneras, lo que se refiere a la compensación inflacionaria medida a través de las tasas de interés, no muestra expectativas de inflación más altas, sino que aparece como un riesgo ante las cifras de actividad más dinámicas que lo previsto.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

El Gerente de Análisis Internacional menciona que respecto a la Zona Euro, se fortalece el escenario positivo, predominando las buenas noticias, sentimiento económico, órdenes industriales, confianza, y particularmente el PIB. En cuanto a inflación, las cifras han estado en línea con lo que se anticipaba. Destaca el señor Lehmann que se publicó recientemente el crecimiento de Europa del primer trimestre y la diferencia es por composición y es la demanda interna hoy la principal fuente de crecimiento. Agrega que solo las exportaciones netas están contribuyendo, ligeramente asociado a importaciones, que han crecido de manera más importante que el trimestre anterior, así como también las exportaciones que comienzan a desacelerarse. Finalmente, señala que la demanda interna es el principal contribuidor del actual crecimiento de Europa.

Manifiesta el Gerente de Análisis Internacional que la inflación en Europa también se muestra acotada, pero aumentan los riesgos de presiones. La inflación del mes de mayo fue de 1,9% igual que el mes anterior. Asimismo, indica que la inflación está acotada, pero en la medida que están cerrándose cada vez con mayor fuerza las brechas de capacidad, las presiones o los riesgos de presiones se mantienen latentes.

Respecto a Japón, manifiesta el señor Gerente que las perspectivas positivas se extienden también a esta economía, en donde predominan las noticias positivas, solamente unos *lay out* asociados a producción industrial. Destaca especialmente el gasto de capital del primer trimestre asociado a inversión, el que ha crecido de manera significativa. Informa que se publicó recientemente el PIB del primer trimestre, el que fue mayor a lo que se había registrado anteriormente, 3,3% versus 2,4% que era la cifra preliminar. En términos de exposición, señala el señor Lehmann que se observa que hay un fortalecimiento de la contribución que hace la demanda interna. Sin embargo, las exportaciones netas continúan siendo, de todas formas, un elemento importante para explicar la dinámica de crecimiento en Japón. La inflación se ha mantenido en la zona negativa, particularmente la inflación *core*, y se espera que hacia el segundo semestre comiencen a observarse inflaciones en doce meses positivas, en línea con la dinámica que ha tenido la demanda interna.

Respecto a crecimiento, el Gerente de Análisis Internacional señala que no hay cambios importantes referentes a lo que se había previsto en mayo para el 2007 como tampoco para el 2008, no obstante la existencia de una ligera corrección al crecimiento para Estados Unidos de América, lo anterior de acuerdo al *Consensus Forecast*.

Indica el señor Lehmann que en Asia y Europa se observan registros al alza. Destaca el señor Gerente que hoy los bancos de inversión están revisando sus proyecciones de crecimiento para Estados Unidos de América, en línea con los indicadores de actividad que se han visto, los que están anticipando un segundo trimestre muy dinámico, por tanto, no sería extraño que próximamente observemos revisiones al alza del crecimiento de Estados Unidos de América.

Respecto a commodities, el precio del cobre durante este mes ha retrocedido, lo que está en línea con lo que se preveía, y actualmente se está cotizando aproximadamente a US\$ 3,30. Por su parte, la volatilidad se ha mantenido en niveles relativamente similares a los históricos. En el caso del precio del petróleo, éste aumenta, pero posiblemente la noticia más importante que se ha recogido es que el WTI está bastante desalineado respecto a otros referentes, particularmente el *Brent* y el *Light Sweet Louisiana* que es un petróleo muy parecido al WTI. Destaca el señor Lehmann que lo importante de esta medición es que se encuentra bastante desalineada y que se observa que el *spread* entre el *Brent* y el *WTI* debería estar en torno a US\$ 2, que es el promedio histórico. Señala el Gerente de Análisis Internacional que esta medición es negativa desde hace dos meses aproximadamente, lo cual resulta inusual y se debe fundamentalmente a un asunto coyuntural asociado al petróleo *WTI*. Agrega que resumiendo lo anterior, estima que el *WTI*, como referente ha perdido significación, por lo cual este fenómeno debería ser transitorio y tendería a normalizarse hacia fin de año.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

Comenta que recogiendo esta situación que existe en el mercado del petróleo, en el gráfico que se presenta se muestra primero la proyección que se tenía en el *IPoM* y los futuros para el petróleo, y que éstos son muy similares. Asimismo, se recoge en dicho gráfico, cuál fue el comportamiento del petróleo *Light Sweet Louisiana* que, como señaló, es muy similar en términos de calidad al petróleo *WTI*, el cual ha estado más alto. De la proyección efectuada, tanto para el petróleo *Louisiana* como para el petróleo *WTI*, éstos tenderían a converger a niveles similares y de hecho en línea con lo que se había previsto hacia el 2008 en el *IPoM* pasado, pero deberían converger a niveles equivalentes de aquí hacia fines de año. Señala que se hacen estas dos proyecciones, ya que para efectos del modelo gasolina es relevante identificar qué petróleo se utiliza y se ha estimado relevante utilizar como referente como insumo para el modelo gasolina el petróleo de *Louisiana*.

El Gerente de Análisis Internacional señala que tal como se había planteado al inicio de la exposición, aparece la probabilidad de un aumento de tasa hacia fin de año en Estados Unidos de América. Agrega que en esta nueva forma de presentar el gráfico se está usando la técnica de las opciones, lo que está directamente recogido de *Bloomberg*. Destaca el señor Lehmann que al 12 de mayo se esperaban cambios mayores en la reunión de octubre y una caída en la tasa a diciembre. Hace presente que se espera mayoritariamente una mantención en la tasa de política monetaria para octubre. Señala el señor Lehmann que esa es la principal lectura que se puede sacar de estas posibilidades.

Respecto a las tasas de interés, indica el Gerente de Análisis Internacional que éstas han aumentando en torno a 50 puntos base en Estados Unidos de América, algo menos en Europa en torno a 40 puntos base y en Japón en alrededor de 20 puntos base, en línea con los indicadores de actividad que han resultado positivos.

Por otro lado, en cuanto a paridades, señala el señor Lehmann que éstas han sido heterogéneas, al observar moneda por moneda, destacándose la apreciación del Real, depreciaciones en México, Chile, Yen y Euro. Asimismo, resalta también la apreciación que se produjo en Nueva Zelanda. También se observan apreciaciones en Canadá, mientras que el multilateral de Estados Unidos de América está relativamente estable, si se presta atención el último mes.

Comenta el Gerente de Análisis Internacional, señor Sergio Lehmann que en cuanto a las bolsas, éstas han mantenido rendimientos positivos y destaca especialmente la evolución de ellas en América Latina y Asia emergente.

Respecto a spreads, éstos han continuado a la baja. Por otra parte, el MB Global presenta cierta volatilidad, pero ha mantenido una tendencia más bien marginal hacia la baja. Por su parte, en América Latina ocurre algo parecido, al igual que en Asia y Europa y en cuanto al *spread* de Chile, menciona el señor Lehmann que ha tenido marginalmente un alza, pero está más o menos en línea con el *spread* de los bonos de empresas A. En cambio, los *high yield*, con baja apreciación de riesgo, se han observado cayendo más menos en línea con lo ocurrido con economías de mayor riesgo.

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

El Vicepresidente señor José De Gregorio señala que le da la impresión de que el petróleo *Louisiana* y *WTI* estaban muy parecidos en septiembre. La pregunta es, en la proyección que se presenta, cuál es el precio relevante para la economía chilena desde el punto de vista inflacionario y de costo. Por lo expuesto le da la impresión que debe ser petróleo *Louisiana*, pero en el gráfico que se está usando, muestra el *WTI* como un promedio.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

El Gerente de Análisis Internacional señala que lo que pasa es que formalmente, al menos a público, se da como referente el *WTI* y los bancos de inversión siguen usándolo como referente del mercado internacional.

Agrega el Gerente señor Lehmann que para la gasolina se está utilizando también el *WTI* y se estima que también es el referente para efectos de cálculo general, para términos de intercambio y otros elementos que tienen impacto sobre la economía chilena. Sin embargo, considera que actualmente, el petróleo *Louisiana* es un mejor referente para efectos de ese análisis, porque la coyuntura particular del *WTI* está distorsionada, puesto que presenta un fenómeno muy particular que sucede con el acopio de petróleo *WTI*, inusualmente alto en un lugar, lo que ha ocasionado que su precio deje de ser un referente.

El Consejero señor Manuel Marfán comenta que para fines del horizonte de proyección, ésta se alinearía, pero debería contar este escenario con alrededor de US\$ 10 de diferencia por barril, entre lo que nosotros proyectamos y lo que se está observando, es decir, una historia de inflación distinta. Agrega que la reflexión que está efectuando es si valdrá la pena modificar el modelo con solo este cambio, atendida la implicancia que tiene, no para esta oportunidad, pero sí para hacer un mejor diagnóstico, porque el escenario central quedaría desalineado con demasiada rapidez.

El Gerente de Análisis Internacional señala que para el *IPOM* ya se tenía un desalineamiento entre lo que era el precio de la gasolina y el precio del petróleo, lo que cambia de alguna manera la proyección del precio de gasolina. Lo señalado la hace más persistente, porque el *crack* que se tiene que revertir es menor que el que se estaba observando, pero es de menor magnitud que la sorpresa que se presenta ahora.

El Presidente señor Vittorio Corbo señala que el tema planteado por el Consejero señor Manuel Marfán se evaluará para determinar la implicancia en el escenario base.

El Gerente de Análisis Internacional señala que entiende que las proyecciones de inflación ya han considerado la peculiaridad del mercado y corrigen por ese factor. Agrega el señor Lehmann que dado el ajuste, las nuevas trayectorias y los nuevos antecedentes sugieren, de todas maneras, elevar la proyección del petróleo *WTI* de US\$ 62 a US\$ 64 el barril, lo que no constituye un cambio demasiado importante y además, se encuentra alineado con lo que están anticipando los bancos de inversión. Indica que para el año 2008 el cambio no resulta significativo.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco comenta que en reuniones sostenidas recientemente en Nueva York, le sorprendió la dispersión de precios de proyecciones para el año 2008.

El Gerente señor Lehmann señala que la evolución del precio de la gasolina 93 Costa del Golfo, en general ha mostrado más volatilidad que en niveles más recientes y la tendencia ha sido con ciertas fluctuaciones, hacia la baja, pero se mantiene en niveles excepcionalmente altos. Le parece que mirando exclusivamente lo que se refiere a este mercado, dejando de lado todo lo que puedan ser distorsiones vinculadas con mercado del petróleo, se observan bajos inventarios de la gasolina, respecto a situaciones históricas en relación a la demanda que se observa.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

Explica el señor Gerente que en la proyección del precio de la gasolina, lo que se hizo fue incorporar el petróleo *Louisiana* como un insumo para efectos del modelo, de manera de tener incorporado este aspecto más particular del mercado del petróleo, que presenta movimientos debido a la estacionalidad y por tanto, tiende a subir en los meses en los cuales comienza el período de verano.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Esteban Jadresic señala que podría tratarse de adelantos de producción y que se podría afirmar que el precio está muy alto, pero si se tiene en *stock* nada se puede hacer ya que el precio sigue alto. Por esa razón, le parece que la probabilidad de tener pendiente negativa es mayor que tener una pendiente positiva fuerte. En todo caso, no recuerda haber visto una situación tan extrema en un plazo tan corto.

Por otro lado, respecto al precio de los granos, el Gerente señor Lehmann indica que lo que se está observando es que el precio de esos productos ha estado más alto que lo anticipado. En el caso del maíz ocurre básicamente lo mismo. Los precios han estado algo por sobre lo que se había previsto y en este informe se está sugiriendo cuál va a ser su trayectoria hacia delante.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que respecto al gráfico de las tasas de interés de largo plazo, no se aprecia que haya habido aumentos tan pronunciados en un período tan corto. Le parece que ha habido mucha innovación recientemente en el aumento de las tasas y también muy sorpresiva, algo que no se esperaba hace algunas semanas. Agrega que este aspecto constituye otro tema que probablemente habría que tratar con alguna profundidad, aunque no en esta ocasión.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Esteban Jadresic indica en relación al comentario del Consejero señor Marfán, que hay una diferencia entre los aumentos de tasa que observamos hace dos o tres semanas con los que hemos visto en las últimas dos o tres, en cuanto a que las primeras estuvieron asociadas a noticias de actividad y a la preocupación por la inflación, sobre todo noticias de actividad en Estados Unidos de América y también en otras partes. Por el contrario, en las últimas dos semanas se ha hablado mucho de un *sell off* que es más difícil de explicar, porque no resulta fácil de explicar ya que los datos no son tan proporcionales sino que pueden ser consecuencia de interpretaciones de los datos previos de valoraciones posteriores y ello puede sugerir algún realineamiento en la línea de lo que planteaba el Consejero señor Marfán, desde una perspectiva de más largo plazo.

El Consejero señor Jorge Desormeaux, en referencia a las tasas largas, recordó unos párrafos del Informe del Fondo Monetario Internacional, que planteaban que este escenario de tasas largas tan bajas tenía un elemento permanente y otro algo transitorio. Indica que el transitorio consideraba que las empresas tenían resultados muy buenos, pero los destinaban al ahorro y no estaban invirtiendo porque existía mucha capacidad no utilizada. Agrega que lo que se observa, especialmente en Europa, es un fuerte aumento de la inversión. Señala el Consejero señor Desormeaux que se está cerrando esa brecha de ahorro-inversión y por lo tanto, no es raro que las tasas largas estén comenzando a normalizarse, llegando al nivel de las tasas cortas.

El Consejero señor Manuel Marfán sobre el mismo tema, señala que le llama la atención que este aumento no era esperado en un período tan corto de tiempo. La inversión probablemente es una variable en que uno tiene mayor capacidad de predicción, entonces ese argumento es muy válido para el largo plazo. Le sorprende que el cambio en el escenario internacional respecto a la Reunión de Política Monetaria anterior, es de los más drásticos que se



## BANCO CENTRAL DE CHILE

ha visto en las Reuniones de Política Monetaria, ya que es muy fuerte en tasas de interés, en precio de *commodities*, ya sea por razones metodológicas que habría que analizar, o lo efectivamente observado. Señala que tiene la impresión que anteriormente se apreciaban más riesgos y no grandes cambios y que ahora tal vez hay menos riesgos pero sí variaciones más profundas.

El Presidente señor Vittorio Corbo, manifiesta que cree que el cambio más notable es el hecho que en Estados Unidos de América se ha reducido significativamente la probabilidad de recesión. Agrega que se continuaba pensando que Estados Unidos de América iba a tener muchas más dificultades de lo que pensaba la Reserva Federal.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco, señala que la pregunta es qué pasa con las tasas largas reales y cuál es la historia que está detrás de ellas y en ese caso las explicaciones abundan. Comenta que el artículo de Martin Wolf en el *Financial Times* de ayer es especialmente útil en esa materia, pero si uno piensa que este es un asunto de equilibrio entre ahorro e inversión global, cree que este es el punto que ha planteado el Consejero señor Marfán.

Indica el señor Ministro, que si hay una oferta de ahorro neto global muy grande, porque los asiáticos están haciendo lo que están haciendo, si se desplaza la curva de inversión en el gráfico, entonces la tasa de equilibrio real para el mundo sería más alta. La pregunta es con qué velocidad ocurre eso. Señala que el Consejero señor Jorge Desormeaux nos da un dato, pero no se sabe qué otros antecedentes habrá para que uno pueda imaginar que el intercepto de la curva de demanda global de la inversión está subiendo tanto. Otra versión, que es la más monetaria, la que se escucha en *Wall Street*, es que se tuvo un período de crecimiento de los agregados monetarios muy altos en todo el mundo y que llegará el momento en que ese proceso termine. Indica que lo que ha habido es un *up dating* de las probabilidades de que este fin esté más cerca y no más lejos. Cree el señor Ministro que es bastante incierto saber qué implica para las tasas reales.

El Gerente de Mercados Financieros Nacionales señor Beltrán De Ramón indica que solo quiere agregar a estos temas de fundamentos económicos, el análisis técnico. En su opinión, cuando los *traders* se acostumbran a transar en un rango y esos rangos se destruyen, la velocidad del movimiento, hacia arriba o hacia abajo es muy alta, y esto ocurre porque algunos operadores mantienen posiciones en un rango acotado, lo que hacen vía derivados financieros llamados opciones, específicamente a través de "*call spread*". Por lo tanto, señala que cuando el precio sale del rango, la velocidad de salida va a ser muy rápida, y eso puede explicar la velocidad no su dirección, ya que esta última tiene que ver con los fundamentos económicos.

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

El Gerente señor Magendzo señala que en abril la actividad y el gasto dan cuenta de un mayor dinamismo, por encima de proyecciones previas, aumentando la probabilidad de que se materialice un crecimiento superior al contemplado en el escenario base del último *IPoM*. Indica que, en particular, cabe destacar el vigor del consumo privado, la inversión y las exportaciones. A su vez, en mayo la inflación del IPC resultó mayor que lo anticipado, principalmente por el aumento en el precio de algunos alimentos, algunos productos del rubro salud, y combustibles. Estas novedades, junto con el aumento de las tasas de interés externas y los anuncios presidenciales sobre política fiscal del 21 de mayo recién pasado, provocaron un aumento importante de la estructura de tasas de interés que inclinó la curva de rendimiento. Así, a diferencia de los meses anteriores en que se preveía su estabilidad, las expectativas de mercado anticipan un aumento de



## BANCO CENTRAL DE CHILE

entre 50 y 75 puntos base de la Tasa de Política Monetaria para fines de año. Las expectativas de inflación se mantienen ancladas en 3% tanto en el corto como en el mediano y largo plazo.

Manifiesta el Gerente de Análisis Macroeconómico, que en el mercado financiero nacional destaca el alza de la estructura de tasas de interés desde comienzos del mes de mayo. En ello han incidido las noticias de actividad e inflación interna, los anuncios presidenciales del 21 de mayo y la evolución de las tasas de interés externas. Respecto del cierre de la reunión anterior, las tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile han tenido aumentos de entre 20 y 50 puntos base. De esta manera, las expectativas respecto de la Tasa de Política Monetaria que se deducen de los precios de los activos financieros indican un alza de ésta de entre 50 y 75 puntos base de aquí a fines de año, lo que contrasta con la casi estabilidad de la Tasa de Política Monetaria que se anticipaba a comienzos del mes de mayo. Hace presente también que un aumento similar se desprende de la Encuesta de Expectativas Económicas del mes de junio, que anticipa un aumento de la Tasa de Política Monetaria de 25 puntos base antes del mes de agosto y de otros 25 puntos base para fines de año. A su vez, señala el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Magendzo, que el mayor aumento relativo de las tasas de interés nominales respecto de las reajustables ha implicado un incremento de la compensación inflacionaria *forward*, que ahora se ubica en un rango que va entre 3,0% y 3,3% para sus distintas versiones. En tanto, la encuesta a las mesas de dinero (EMD) muestra una inflación en 3,1% a uno y dos años (0,2 puntos porcentual superior a la del mes anterior). Agrega que la Encuesta de Expectativas Económicas muestra que la inflación esperada a fines del año 2007 aumentó desde 2,9 a 3,2% entre los meses de mayo y junio, y a uno y dos años plazo se mantiene en 3%. Cabe mencionar, que el incremento de tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile no ha tenido su correlato en las tasas que los bancos aplican a sus colocaciones. Las tasas de interés de las letras de crédito hipotecario que se transan en bolsa han reflejado el mayor aumento entre las tasas de mercado, aunque inferior al de los papeles de referencia, entre 10 y 20 puntos base dependiendo del plazo.

El Gerente de Análisis Macroeconómico indica que por el lado de los agregados monetarios y crediticios, el crecimiento anual de las colocaciones totales ha continuado atenuándose. Sin embargo, señala que llama la atención la aceleración de las colocaciones de vivienda desde comienzos de año, que coincide con las favorables cifras de ventas que se han conocido. El crecimiento anual de los agregados monetarios no tuvo mayores cambios en el último mes, mientras sus velocidades de expansión, aunque levemente, han comenzado a disminuir. Por otra parte, indica que el valor de la Bolsa, luego de una caída el mes pasado, ha vuelto a recuperarse. La paridad peso/dólar, tras alcanzar un valor mínimo la tercera semana del mes de mayo (\$ 518 por dólar), aumentó a partir de esa fecha, cotizándose en \$ 528 al cierre de este Informe. A diferencia de lo que se había observado antes, la depreciación del peso en este último período se verificó respecto de todas las monedas. El tipo de cambio real en el mes de mayo volvió a valores bajo 94, en su medición 1986=100, y en el mes de junio se estima que aumentará para ubicarse cercano a 95.

Hace presente también, que los datos conocidos durante el último mes apuntan a un escenario en que el crecimiento de la actividad en el segundo trimestre del año será superior al previsto en el escenario base del *IPoM* del mes de mayo. Por el lado de la demanda interna, este mayor crecimiento se apoya en el incremento que mostraron los indicadores de consumo en el mes de abril y el aumento del volumen de las importaciones de bienes de capital en los meses de abril y mayo. Por el lado del consumo, los datos del mes de abril, más allá de un crecimiento significativo del consumo durable, liderado por el importante aumento de las ventas de automóviles, cercanas a 30% anual, mostraron un mayor incremento del consumo habitual. Las expectativas de los consumidores siguieron disminuyendo durante el mes de junio, manteniéndose en la zona pesimista. Destaca en esta ocasión que, a diferencia de los meses previos, la caída fue generalizada en todos los componentes del indicador. Por el lado de la inversión, resalta el crecimiento que muestran las ventas de viviendas nuevas en el primer cuatrimestre, con un aumento del número de meses para agotar el stock que se estima es resultado del dinamismo de la oferta. En el mes de mayo el valor de las importaciones de bienes de capital siguió en niveles altos: US\$ 570 millones (8,5% anual).



## BANCO CENTRAL DE CHILE

Indica el señor Gerente de Análisis Macroeconómico que los anuncios de política fiscal del 21 de mayo pasado, en particular el ajuste de la meta de superávit estructural desde 1% a 0,5% del PIB a contar del año 2008, podrían implicar, todo lo demás constante, un aumento relevante del gasto desde el punto de vista macroeconómico para el próximo año. Su magnitud efectiva, no obstante, está sujeta a varias consideraciones. Por un lado, la evolución de los determinantes del superávit estructural efectivo para el año 2007, podría llevar a que el impacto esperado el próximo año sea menor. Esto, porque el aumento de la recaudación tributaria en el año 2007, el incremento en los costos de Codelco, la posibilidad de que la inflación IPC promedio del año sea menor que la considerada en el presupuesto, y los anuncios de gasto fiscal que se implementarán durante este año, llevarían a que parte del mayor impulso se materialice en el año 2007. Por otro lado, aún queda por conocer cuál será la magnitud de la revisión que sufrirán los parámetros que el Comité de Expertos determina, en particular el precio de referencia del cobre y el crecimiento tendencial de la economía, lo que tendrá una incidencia directa en la determinación del presupuesto del año 2008 y el impulso macro que de él se derive. Con todo, debe destacarse que la política fiscal continúa contribuyendo a la estabilidad del país, toda vez que sigue inserta en un marco de referencia en que los ingresos transitorios son ahorrados.

Hace presente el señor Gerente de Análisis Macroeconómico que en lo relacionado con comercio exterior, en el mes de mayo se verificó un inusual aumento del valor de los envíos al exterior, en particular de productos mineros (cobre). Parte de ello se habría debido a desfases administrativos en las declaraciones de exportación. Los envíos industriales muestran tasas de crecimiento anual menores, en particular por el bajo desempeño de la harina de pescado, los salmones y truchas. Por otro lado, las importaciones muestran un favorable comportamiento en los meses de abril y mayo, en especial las compras al exterior de bienes de consumo y de combustibles.

Sectorialmente destacó en abril el sostenido dinamismo de la actividad del comercio y de otros servicios, en línea con la comentada evolución del consumo, y el afianzamiento de un mayor crecimiento de la actividad industrial y minera. Con ello, en el mes de abril el Imacec aumentó 6,6% anual (6% eliminado el efecto calendario), valor por sobre lo esperado tanto en el escenario base del *IPoM* del mes de mayo, como por la generalidad del mercado. Por el lado de la industria, señala el señor Magendzo al mayor crecimiento que implica la ampliación de capacidad en la producción de celulosa se ha sumado el mejor desempeño de otros sectores industriales, aunque en términos relativos la incidencia del primero sigue siendo muy superior a la del resto de los sectores de la industria.

Con todo, la información del mes de abril, aunque aún insuficiente por tratarse solo de un mes, aumenta la posibilidad de que se concrete el riesgo de que el consumo crezca a una tasa superior a la prevista. Este riesgo es, en todo caso, matizado por la revisión de los datos que está realizando el Instituto Nacional de Estadísticas. En contraposición, aunque aún sin efectos visibles en la actividad, se ha hecho más presente el riesgo de que el aumento en el costo de la energía pueda afectar el crecimiento, en particular dada la intensificación de los cortes de gas natural argentino y la relativa escasez de lluvia.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señala que los datos del mercado laboral del mes de abril mostraron un aumento importante del crecimiento anual del empleo y un descenso relevante de la tasa de desempleo nacional. En el primer caso, la variación anual del empleo total se ubicó en 3,3% (2,9% el mes anterior), con un empleo asalariado que sigue creciendo a tasas algo inferiores a 5% anual. La tasa de desempleo nacional, eliminada estacionalidad, disminuyó a 6,8%, menos 0,3 punto porcentual respecto del mes previo.

Agrega el señor Magendzo que los datos del mes de abril siguen apuntando a presiones inflacionarias relativamente acotadas por el lado de los costos laborales. El incremento anual del Costo de la Mano de Obra, a diferencia de los meses previos, descendió a 4,9%, menos 0,2 punto porcentual respecto del mes anterior. No obstante, su velocidad de expansión volvió a aumentar. El crecimiento anual del Índice de Remuneraciones continúa por encima del observado



## BANCO CENTRAL DE CHILE

para el Costo de la Mano de Obra, manteniéndose en 6,6% anual. El incremento anual del indicador de remuneraciones de la Asociación Chilena de Seguridad continuó con la trayectoria descendente que registra desde el segundo trimestre del año 2006, ubicándose en 5,4% nominal anual. La variación anual de las diferentes medidas de costos laborales unitarios presentaron movimientos mixtos, ubicándose en un rango entre 1% y 3%. Las velocidades de expansión de todas las medidas continúan aumentando, situación que se observa a partir de febrero y alcanzando esta vez valores positivos.

Finalmente el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Magendzo señala que en el mes de mayo, la inflación IPC aumentó 0,6% (2,9% anual), mientras el IPCX e IPCX1 subieron 0,4% (2,9% y 3,1% anual, respectivamente). En el aumento del IPC destacó el incremento en el precio de algunos alimentos en especial la leche, medicamentos y de los combustibles que acumularon una incidencia cercana a 0,6 punto porcentual en conjunto. Agrega que la velocidad de expansión del IPCX1 volvió a aumentar, llegando a 3,2% en el trimestre móvil marzo-mayo, a la vez que la totalidad de las medidas de tendencia inflacionaria aumentaron su crecimiento anual con respecto al mes anterior, luego de varios meses en que se apreciaron movimientos mixtos. Las medidas de tendencia inflacionaria que tienen un correlato con la inflación se ubican en su mayoría por sobre 3% anual.

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

En relación al Imacec, el Consejero señor Manuel Marfán consulta si esta corrección que estaría haciendo el Instituto Nacional de Estadísticas a sus cifras del IDBC, en caso de ser significativa, afectaría el registro de la composición de la demanda exclusivamente, o si afectaría también la tasa de variación de la actividad en el registro.

El Gerente de Información e Investigación Estadística señor Ricardo Vicuña señala que este índice no es un indicador que se ocupe por el lado de la oferta. Indica que es el índice entre consumo e inventarios el que se va a alterar. Agrega que de acuerdo a informaciones preliminares, no es un cambio muy importante, ya que se está pensando en alrededor de dos décimas menos de consumo.

Respecto a la situación fiscal, el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Magendzo, menciona que lo que desea destacar es que ha existido una recaudación tributaria bastante baja en el año. Menciona que junto al Gerente de Información e Investigación Estadística señor Ricardo Vicuña, tuvieron una reunión con la Tesorería General de la República, la Dirección de Presupuestos y el Director del Servicio de Impuestos Internos, para aclarar qué es lo que estaba ocurriendo. Agrega que la situación principalmente se concentra en el IVA y tiene que ver con devoluciones y por ello, no se refleja en las cifras de consumo de comercio, que se construyen en base a declaraciones, las que han estado elevadas. Señala que existen numerosas devoluciones de impuesto y que están aclarando qué es lo que podría estar generando esta situación, pero que estiman que tiene alguna relación con exportaciones.

El Gerente de Mercados Financieros Nacionales señor Beltrán De Ramón, en relación al mismo tema, señala que le parece interesante la explicación de que el menor IVA recaudado es por devoluciones de este impuesto a los exportadores. Si fuese así cree que la otra alternativa es que fuera el IVA a la construcción, lo que no necesariamente es expansivo. Menciona que la pregunta es por qué se está yendo a exportadores, que probablemente van a dejar esto como ahorro o van a pagar deudas que tenían previamente. Indica que es importante reflexionar porque esta situación pone una nota de cautela a las consideraciones expansivas de las medidas de cambio de meta, en el sentido de que el gasto público no va a ser tan expansivo, porque la devolución del IVA que se ahorra, le está restando fuerza.

4



## BANCO CENTRAL DE CHILE

En relación con los recortes de gas señala el Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco que lo que se sabe es que la restricción ha sido grande hace 18 meses y, por lo tanto, la restricción a las empresas ha sido altísima. La gran variación ha sido fundamentalmente en la cifra disponible para el gas residencial y comercial. Indica que no sabe si lo que ocurrió fue que el porcentaje normal que había cayó y ahora se tiene una restricción mayor respecto a un monto total menor. Agrega que hablar de porcentajes podría ser muy engañoso. Opina que han estado llegando entre un millón y medio y dos millones de metros cúbicos de gas al día y eso es para uso residencial y comercial.

Sobre el particular, el Consejero señor Manuel Marfán estima que cuando empezaron los recortes de gas éstos fueron muy sorprendidos y con mucha incertidumbre respecto de si se iban a repetir o no. Señala que una de las cosas que se dijeron el año pasado a propósito del *soft-patch* era que probablemente, si se repetían los cortes este año, el impacto iba a ser más bajo porque esta vez no iban a ser tan sorprendidos. Señala que lo mismo sucede con el efecto del aumento del precio del petróleo. Hoy día el mundo tiene mucho menos impacto del que tuvo la primera vez que se tuvo un *shock* del petróleo. Los agentes de alguna manera sacan seguros previos para poder adaptarse. Lo que sí es claro, es que esto va a afectar probablemente la inflación, porque la adaptación significa traspasarse a fuentes energéticas que son más costosas y eso se va a ver en los precios de recálculo.

El Presidente señor Vittorio Corbo agrega que cuando hubo restricción el año pasado, también los precios del petróleo estuvieron más altos, situación que no se ha vuelto a manifestar. Indica que la vez pasada se aplicaron dos recortes, se hizo la reconversión y este año se espera que los efectos no sean tan pronunciados como el año pasado, porque el petróleo está más bajo que hace un año y, al mismo tiempo, ya se hizo la adaptación.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco añade que aquí lo relevante es el precio del diesel y no del crudo. Indica que habría que analizar esa comparación exactamente, porque se está importando mucho más diesel.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señala que se está tratando de profundizar en estos temas lo más posible y lo que se ha podido observar preliminarmente es que ya se ha gastado como país unos cien millones de dólares más por sustituir gas por otros combustibles, o sea, las importaciones habrían sido del orden de cien millones de dólares menos, si es que no se hubiese tenido este problema de restricciones energéticas. Además, se está viendo quiénes quedan por reconvertirse y seguramente son aquéllos que tienen mucho más dificultad de hacerlo.

El señor Ministro de Hacienda señala que quiere efectuar un comentario en relación al crecimiento. Menciona que lo que pasa con la celulosa es un hecho muy relevante y tuvo que ver con el incidente de Arauco y el río Mataquito. Primero, significó que esa planta se cerró y, segundo, que la planta que operaba en Valdivia a capacidad completa, bajó su producción. En tal sentido, destaca que existen dos *shocks* negativos, uno sumado al otro, en la misma empresa, con un riesgo más alto.

El Consejero señor Jorge Desormeaux consulta al señor Ministro si se tiene alguna novedad respecto a las prospecciones de gas.

4



## BANCO CENTRAL DE CHILE

El Vicepresidente señor José De Gregorio, consulta en relación al gráfico de crecimiento, por qué no se tienen estimaciones, y por qué no aparece el *IPoM*. Agrega que no se puede decir cuánta sorpresa existe sobre algo que no se ha estimado. Señala que si se mira la cifra de 5,8%, la probabilidad de superar el 6% de crecimiento este año es bastante alta.

El Consejero señor Jorge Desormeaux consulta en la misma dirección, cómo son las cifras en términos de velocidades de crecimiento para el segundo y tercer trimestre.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señala que el crecimiento de trimestre a trimestre habría que multiplicarlo por 4. Agrega que se puede ver un supuesto en velocidades del 9% ó 7% a 4% y que se está normalizando, dado que hay muchos elementos que estarían afectando el primer trimestre y parte del segundo, como por ejemplo la entrada en operación de los *spence*, la incorporación de nuevas plantas de celulosa. Indica que todos esos motivos causaron bastante aceleración en el primer trimestre y eso se iría normalizando hacia el tercero. Por otro lado, menciona el señor Magendzo que respecto al comentario realizado por el Vicepresidente señor José De Gregorio, en el tercer trimestre se tenía en el *IPoM* un crecimiento de 6,1%.

En relación al crecimiento, el Consejero señor Manuel Marfán señala que le llama la atención la aceleración de la demanda interna, más que la aceleración del crecimiento del producto. Tiene la impresión de que eso es lo más preocupante de ver; los órdenes de magnitud de cómo se está alejando del escenario central.

Agrega el Vicepresidente señor José De Gregorio que la inversión sigue creciendo muy fuerte y empuja a la demanda hacia arriba, mucho más arriba del promedio comparado con consumo y con cualquier otro determinante. Desde el punto de vista de la demanda agregada, lo que más contribuye a su crecimiento puede ser el consumo, pero es la inversión el ítem que está creciendo fuerte.

Señala el Consejero señor Manuel Marfán que recuerda que la proyección de cuenta corriente a precios de tendencia era aproximadamente cercana a 4% del producto interno bruto. Indica que una inversión creciendo a dos dígitos, es síntoma de que probablemente la velocidad no es sostenible y habría que realizar una evaluación de si es un *blip* transitorio o una tendencia que se está acelerando. En su opinión, es un hecho preocupante.

Por otra parte, respecto a la Encuesta de Expectativas, indica el Consejero señor Manuel Marfán que lo que se había visto hace una semana es que las compensaciones inflacionarias estaban subiendo y se planteó como la peor hipótesis de todas, la pérdida de credibilidad del Banco Central de Chile de alcanzar su meta. Como segunda hipótesis se señaló que todavía existen reverberaciones o ajustes a los movimientos de tasas internacionales. Aparentemente, esa segunda hipótesis sería la correcta, a juzgar por lo que muestra el gráfico

4



## BANCO CENTRAL DE CHILE

presentado, porque claramente todas vuelven a converger más cerca del 3%, que lo que se habían desalineado hasta la semana pasada.

El Presidente señor Vittorio Corbo señala que el área internacional se encuentra muy bien, que Estados Unidos de América se ve mejor. Menciona que en la parte interna, la actividad está creciendo más de lo que se pensaba, pero que sin embargo, existe la preocupación de la inflación, la que se analizará en la reunión de la tarde.

El Presidente, señor Vittorio Corbo, suspende la Sesión a las 13.30 horas e informa que la misma se reanuda a las 16:00 horas.

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 109.

A continuación, el Presidente don Vittorio Corbo, solicita al Gerente de Análisis Macroeconómico señor Igal Magendzo que presente las Opciones de Política Monetaria.

El señor Gerente de Análisis Macroeconómico mencionado informa lo siguiente:

En la reunión de política monetaria de mayo, el Consejo acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 5% anual, luego de igual decisión en los tres meses previos. En la decisión se consideró que las proyecciones de inflación preparadas para el último Informe de Política Monetaria, que incluían un cierre progresivo de brechas de capacidad y una gradual atenuación de los *shocks* de precios de gasolina y alimentos, no parecían requerir de un ajuste en la Tasa de Política Monetaria en el corto plazo para la convergencia de la inflación a 3% en el horizonte de política, aunque sí ajustes posteriores. Agrega, que los precios financieros tenían al cierre del *IPoM* un escenario implícito de ajustes de la Tasa de Política Monetaria similar, sin movimientos en el corto plazo. Indica también, que el comunicado, al igual que el del mes anterior, no hizo referencia a un sesgo para la trayectoria futura de la Tasa de Política Monetaria.

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

- En el ámbito internacional, el escenario continúa favorable, con indicadores que sugieren un repunte en el crecimiento de la actividad en Estados Unidos de América, mientras que Europa y Japón siguen con expansiones firmes. Las mejores perspectivas para la actividad en Estados Unidos de América, junto a riesgos inflacionarios, motivaron un aumento de entre 40 y 50 puntos base en las tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos de América y en la Zona Euro en el último mes. Al mismo tiempo, comenta el Gerente señor Magendzo que ya no es claro el signo esperado del próximo movimiento de la Reserva Federal, implícito en los precios financieros.
- El precio del cobre ha disminuido, sin diferir significativamente de lo esperado en el escenario base del *IPoM* de mayo, y se ubica en torno a US\$ 3,30, cerca de 25 centavos menos que hace un mes. Los precios del petróleo y sus derivados se han mantenido elevados, en especial el de las gasolinas. Agrega que nuevos antecedentes llevan a reevaluar la normalización esperada para el margen de refinación, el que disminuiría con menos intensidad que lo esperado previamente.
- En el mercado financiero interno, el cambio más notorio fue la continuación del ajuste significativo al alza en las tasas de interés de mercado de mediano y largo plazo. A las noticias de actividad e inflación, se sumó esta vez el alza de tasas externas. Además, el mercado



## BANCO CENTRAL DE CHILE

modificó sus expectativas para el curso de la tasa de política monetaria en los próximos meses, esperando ahora entre dos y tres alzas de 25 puntos base hasta fin de año. El tipo de cambio nominal se ha depreciado desde mediados de mayo, volviendo a los niveles de cierre del *IPoM*. El tipo de cambio real volvió en mayo a valores bajo 94 y, considerando los datos efectivos de junio, se estima que se ubicaría cerca de 95. Los agregados monetarios continúan creciendo a tasas elevadas y el crecimiento del crédito vuelve a mostrar una leve moderación.

- En abril, el crecimiento de la actividad fue elevado y nuevamente estuvo por encima de lo proyectado. Ello apunta a que el crecimiento del segundo trimestre, excluido el efecto del cambio en días hábiles, será algo más de medio punto superior a lo proyectado en el *IPoM* de mayo. Además, los riesgos de un mayor consumo podrían estar materializándose. La encuesta de analistas dio cuenta de una nueva revisión al alza relevante para el crecimiento del año.
- La inflación de mayo, por su parte, sorprendió al alza, al igual que en abril. En ello influyó un mayor *IPCX1*, por el comportamiento del rubro salud y por aumentos mayores que lo previsto en alimentos, situación que se ha repetido por algunos meses. Una vez más, los combustibles contribuyeron de modo importante a la sorpresa de inflación del *IPC*, al aumentar más que lo esperado. La evaluación de estas noticias lleva a un alza de aproximadamente medio punto en la inflación del *IPC* proyectada en el plazo de seis meses. Asimismo, las expectativas de mercado han tenido un ajuste comparable.
- Las medidas de expectativas de inflación de mediano y largo plazo se mantienen en torno al 3%, aunque con pequeños aumentos en las últimas semanas. La totalidad de las medidas de tendencia inflacionaria muestran alzas y la mayoría se ubica algo por sobre el 3%.
- El ritmo de creación de empleos volvió a intensificarse en el último mes. El crecimiento anual del índice de remuneraciones por hora se mantiene elevado y el del costo de la mano de obra total disminuyó marginalmente, pero ambos están aumentando su velocidad de expansión. Con todo, aún se evalúa que las presiones inflacionarias por el lado de los costos laborales se encuentran contenidas.

Menciona el Gerente señor Magendzo que con los antecedentes disponibles, se estima que las opciones más plausibles para esta reunión son mantener la tasa de política monetaria o aumentarla en 25 puntos base.

Señala el Gerente de Análisis Macroeconómico que se puede justificar un alza de la tasa de política monetaria en esta reunión, considerando que las principales novedades del mes motivan una revisión al alza de la inflación proyectada para el corto plazo —esto es, en los próximos seis meses— y a la vez apuntan a que el panorama de inflación de mediano plazo será probablemente más alto que el considerado en el escenario base del *IPoM*. En ello se conjugan: (i) la persistencia y profundización de los principales *shocks* de precios específicos identificados en los últimos meses, con posibles efectos de segunda vuelta; y (ii) un cierre de las holguras de capacidad remanentes más rápido que el proyectado, lo que implicaría presiones de precios mayores. Agrega, que en este cuadro, el impulso monetario que subsiste no sería necesario e incluso, de persistir por un tiempo prolongado, podría arriesgar que la inflación se ubique por encima de 3% en el horizonte de política o, alternativamente, que a futuro requiera de ajustes más profundos en la tasa de política monetaria.

Menciona el señor Magendzo que en particular, el precio de los combustibles sigue alto y se cuenta con antecedentes que hacen pensar que la normalización esperada puede ser menos intensa que la prevista en el *IPoM*. Asimismo, existe un conjunto de precios de alimentos cuya tasa de incremento ha aumentado en el curso del año. En cuanto a la brecha de capacidad, se aprecia un fuerte dinamismo de la actividad, situación generalizada entre sectores, a la vez que podría estar materializándose el riesgo de un mayor consumo identificado en el Informe de Política Monetaria. A ello se suman los anuncios recientes sobre política fiscal, que implicarían, todo lo

40



## BANCO CENTRAL DE CHILE

demás constante, un mayor impulso sobre la demanda interna durante este año y, especialmente, el próximo. Señala que el mencionado dinamismo de la actividad, la tasa de desempleo y el aumento de las distintas medidas de la tendencia inflacionaria apuntan a que las holguras son reducidas y que es probable que se esté configurando un escenario de mayores presiones inflacionarias que las implícitas en el último *IPoM*.

Por otro lado, el Gerente de Análisis Macroeconómico agrega que las novedades comentadas no han pasado desapercibidas para el mercado, que ha ajustado de manera relevante las tasas de interés a distintos plazos y las perspectivas para la tasa de política monetaria en los próximos meses. Asimismo, menciona que en la actualidad, los precios financieros consideran entre dos y tres aumentos de la tasa de política monetaria hasta fin de año.

En opinión del señor Magendzo la principal justificación para mantener la tasa de política monetaria en esta reunión es que el cuadro de mayor inflación respecto del *IPoM* es en gran medida el reflejo de noticias y datos de un solo mes. Esto implica que, dada la posibilidad limitada de extraer tendencias a partir de pocas observaciones, existe el riesgo de que estas novedades se diluyan o se reviertan.

El Gerente de Análisis Macroeconómico menciona que adicionalmente, y dada la reacción que han tenido las tasas de interés de mercado de mediano y largo plazo, no parece tan urgente un aumento de la tasa de política monetaria. En efecto, las distintas medidas de expectativas de inflación se mantienen en torno a 3 por ciento, con supuestos de que un alza de la tasa de política monetaria no se materializaría en lo más inmediato, aunque sí en los meses subsiguientes. Agrega asimismo, que el aumento de las tasas de mercado ayuda a limitar la expansión de la demanda interna. Incluso se puede argumentar que frente a la posibilidad de algún grado de sobre-reacción en la estructura de tasas de interés, es más adecuado posponer un aumento de la tasa de política monetaria, de manera de no exacerbar dicho movimiento. Además, cabe señalar que en un cuadro en que las expectativas para esta reunión son mayoritariamente de mantención de la tasa de política monetaria, un aumento de la misma podría dar cuenta de una preocupación excesiva del Banco respecto del panorama de inflación y exacerbar el ajuste de las tasas.

Por último, el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Igal Magendzo, manifiesta que cabe evaluar si se debe incluir o no un sesgo en el Comunicado, lo que ayuda a la formación de expectativas de mercado y entrega una herramienta de graduación de la política monetaria más allá de los propios movimientos de la tasa de política monetaria. En esta oportunidad, dada la magnitud de las novedades, puede ser insuficiente describir la marcha de la economía para manifestar un sesgo. Aun más, no manifestar ningún sesgo arriesga una mayor alza de las tasas de interés de mercado, si ello se interpreta como que el Banco Central de Chile va atrasado en sus decisiones y análisis, o sea va "detrás de la curva". Por otro lado, como es habitual, un sesgo explícito limita los grados de libertad para acciones posteriores.

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

El Gerente de Investigación Económica, señor Klaus Schmidt-Hebbel, señala que a la fecha, se han producido significativas novedades en la economía internacional y nacional. Agrega, que estos cambios intensifican la tendencia expansiva tanto interna como externamente, observable desde comienzos de año. Comenta el señor Schmidt-Hebbel que la mayoría de las novedades apuntan a un escenario de mayor crecimiento y de mayor inflación en Chile para los siguientes veinticuatro meses. Indica que una contabilidad simple del número de eventos expansivos, algunos anticipados y otros no, que son consignados en el segundo párrafo de la

4



## BANCO CENTRAL DE CHILE

Minuta de Opciones recién expuesta por el Gerente de Análisis Macroeconómico, da cuenta de veinticinco hechos con implicancia expansiva lo que contrasta con sólo tres eventos con implicancia contractiva. Por lo anterior, el Gerente de Investigación Económica señala que nos encontramos ante un escenario que está confirmando riesgos expansivos, respecto del escenario base del *IPoM* de mayo. Menciona el Gerente de Investigación Económica que más allá de una enumeración simplista de eventos de un signo u otro, cree que es conveniente revisar brevemente el cuadro general en que se encuentra la economía de Chile y sus expectativas, para derivar la siguiente implicancia para la política monetaria.

Asimismo, el Gerente de Investigación Económica, señor Klaus Schmidt-Hebbel señala que hace completamente suyas las evaluaciones presentadas por varios Consejeros en la reunión que se llevó a cabo en la mañana. Indica que en esa ocasión, sobre la evolución del producto y la demanda agregada se dijo textualmente que la probabilidad que el crecimiento del PIB exceda el 6% en 2007 es alta; y también que es muy preocupante la aceleración de la demanda interna, que sugiere que su velocidad no es sostenible. Hace presente el señor Schmidt-Hebbel que dicha evaluación, referida a las cifras más recientes sobre proyecciones de corto plazo, agregaría básicamente para este año la notable expansión prevista en el gasto fiscal, perfectamente coherente con la reformulación de la regla fiscal para el año 2008 y con un posible anticipo al año corriente.

Hace presente el Gerente de Investigación Económica que respecto a la brecha de actividad y empleo, la cifra creciente de desocupación nacional coloca a la economía chilena en la parte baja o algo por debajo o fuera de la distribución de distintas estimaciones de la tasa de desempleo, que fueron representadas en el excelente Seminario sobre Investigación del Banco Central de Chile relativa al bien observable, que se realizó el viernes recién pasado. Agrega el señor Gerente de Investigación Económica que esto sugiere algo de sobreempleo en la actualidad y por lo tanto, un mercado laboral apretado, pudiendo anticiparse presiones agrarias más intensas para los próximos veinticuatro meses.

Señala el Gerente de Investigación Económica, señor Klaus Schmidt-Hebbel que en cuanto a la brecha del producto, su contraparte es medida en forma diferente. Agrega, que distintas estimaciones sugieren que estamos con una brecha del PIB que probablemente no sea estadísticamente distinta de cero. Menciona el señor Schmidt-Hebbel que con la misma información disponible, el sector privado ha ajustado en algo sus expectativas, sus proyecciones y premios inflacionarios desde mayo, revisando en forma excepcionalmente intensa sus proyecciones para la tasa de política monetaria futura y las tasas *later* correspondientes.

Finalmente, hace presente el Gerente de Investigación Económica que desde mayo la *forward* para la tasa de política monetaria a dos años ha aumentado en 80 puntos base, es decir, desde 4,5% a 6,2% con dos o tres alzas de tasas proyectadas para el año en curso. Más aún, estas proyecciones para la tasa de política monetaria, en su opinión, son las que permitirían alcanzar las tasas de inflación en torno a 3% o algo superiores a esta cifra, que son anticipadas por el mismo sector privado en los correspondientes premios o en las proyecciones implícitas para la inflación. En cambio, el nivel actual de la tasa de política monetaria en 5% está claramente en el rango inferior o eventualmente fuera del rango de la distribución de variadas estimaciones para la tasa neutral de política. Señala que esta evaluación es coherente con la estimación del grado actual de expansividad de política monetaria lo que fue presentado en la reunión de esta mañana. Agrega que ha estimado aún en 1,8 puntos de crecimiento anual explicados por el actual impulso monetario que resulte de la combinación lineal de variables de cantidad y de precio. En resumen, le parece que en una situación coyuntural de pleno empleo; una economía que se proyecte para el futuro que crezca a una tasa superior a su crecimiento potencial de un horizonte de política; una proyección de inflación IPC que se corrigió en 0,5 ó 0,6 puntos porcentuales para los siguientes seis meses, en forma promedio o sistemática; y, proyecciones de inflaciones en torno al 3% del horizonte de política; esa cifra coherente por el lado del Banco Central con un supuesto del *IPoM* de mayo o coherente actualmente por el lado del mercado con dos o tres alzas consecutivas previstas

lp



## BANCO CENTRAL DE CHILE

para los siguientes siete meses. Por último, el Gerente de Investigación Económica señala que considerando esta situación, cabe preguntarse qué justificaría mantener la tasa de política monetaria en su actual nivel. En su opinión, muy pocas cosas se podrían nombrar en favor de la necesidad de subirla con una nueva información; y agrega que se podría decir que lo que se debe ponderar fuertemente es la inercia en las decisiones de política monetaria o que el mercado no espera un cambio en esta reunión. Señala que sin embargo, de la misma forma que se sorprendió al mercado en el mes de enero y se quebró con la inercia de las ediciones previas a enero de 2007, se justifica hoy día un alza en la tasa de 25 puntos base, a la luz de los antecedentes discutidos.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Esteban Jadresic señala que, efectivamente, desde la última reunión se han observado importantes novedades en varios ámbitos, tales como en los escenarios de gestión, internacional, de actividad y de política fiscal con las consiguientes reacciones que se han observado en los mercados financieros. A juicio del señor Gerente de División Operaciones Financieras, parece evidente que las novedades en todos estos ámbitos han incrementado los riesgos de una inflación mayor a lo proyectado previamente y, atendida esta situación, comparte la proposición de la Gerencia de División Estudios en cuanto a que las dos alternativas relevantes son mantener o aumentar la tasa de política monetaria. Agrega el señor Jadresic que para el análisis de estas dos alternativas y los matices de comunicación que puedan asociarse a cada una de ellas, vale la pena ahondar en la importancia relativa de estas distintas noticias y así tener un diagnóstico más certero. Manifiesta que en su opinión, tanto el Banco Central como el mercado han pecado, en los tiempos más recientes, al no ponderar en el análisis la relevancia de la inflación futura en el horizonte de política de veinticuatro meses como asimismo, los *shocks* de precios que han estado afectando al IPC y sus indicadores subyacentes. Indica el señor Jadresic que con este comentario no cuestiona la utilidad del análisis detallado que se ha efectuado a dichos precios. Muy por el contrario, cree que justamente en este análisis se aprecia que no queda claro que esas sorpresas inflacionarias específicas que se han observado sean una señal que anticipe presiones generalizadas por ese solo indicador. Comenta que dichas sorpresas cuando se van observando una por una se asocian a *shocks* de ofertas, las que incluso se podrían revertir. Además, los salarios siguen creciendo de manera bien acotada y sin reflejar hasta ahora presiones subyacentes, al contrario de lo que se vería en el caso que se estuviera en una situación de pleno empleo, al menos si se mantiene en el tiempo. Hace presente el señor Jadresic que con todo, esto no significa que crea que el tema de la inflación no sea importante, pero sí que se debe, principalmente, a razones más fundamentales.

En segundo lugar, en cuanto al escenario internacional, el Gerente señor Jadresic indica que si bien este escenario es hoy en día algo más inflacionario respecto a lo que teníamos hace un tiempo atrás, en cuanto a su impacto de corto plazo en la economía chilena, tampoco es evidente la relevancia de sus efectos a plazos mayores dentro del horizonte de política. Para este fin quiere poner un ejemplo concreto: es cierto que se ha visto un alto dinamismo en la economía internacional y que eso se ha fortalecido con los datos más recientes. Lo anterior, refuerza los riesgos al alza de los precios de los bienes que se transan especialmente los *commodities*, los combustibles y los alimentos, pero el riesgo directo que sostiene a la inflación se compensa, al menos en parte, por el riesgo indirecto asociado a que las alzas en esos precios reducen el ingreso disponible del sector privado, y eso genera un mecanismo de ajuste en la dirección opuesta. Agrega que se conoce que parte de la explicación que se ha dado también se debe a un crecimiento algo más lento que el año pasado, y ello dice relación con el precio de la energía y de los combustibles lo cual fue relevante.

Sin embargo, por otro lado, cree que el principal riesgo para la producción de la meta de inflación, no son tanto los *shocks* de precios específicos, como se ha estado observando, sino que se tenga un cierre de holguras de capacidad y mercado laboral más rápido que lo previsto. Comenta el señor Jadresic que es en este punto donde cree que están las novedades más importantes y se refiere específicamente a lo que sugieren las cifras de actividad y de empleo que se han estado analizando y sobre todo, al alto dinamismo del consumo y las importaciones de bienes de capital. Agrega que esto último, en particular, ha llevado a la Gerencia de División

4



## BANCO CENTRAL DE CHILE

Estudios a revisar las proyecciones de la demanda interna desde el *IPoM* a la fecha, o sea en un plazo bastante breve, desde 5,5% a 6%, tasa anual para el primer trimestre y, desde 6,7% a 8%, para el segundo trimestre, dando una proyección de 9% para el tercero. Señala el Gerente señor Jadresic, que estas son cifras de un crecimiento de la demanda bastante rápidas y mayor a lo previsto y, en este contexto, si se agregan los efectos que pueda tener el cambio en la meta de la regla fiscal en las perspectivas para el próximo año, se tiende a configurar un escenario de mayor riesgo para la inflación que el que se proyectaba hasta la reunión previa, incluso hasta el *IPoM* anterior.

Por las razones antes expuestas, el señor Jadresic estima, que de todos modos mantener por ahora la tasa de política monetaria se justifica por dos buenas razones, y la pregunta que surge es si moverse ahora o no. Sobre el particular, cree que en ello especialmente hay dos elementos de cierto alcance: el primer elemento es que el diagnóstico de una demanda creciendo fuertemente es algo todavía bastante incipiente; los datos que se han recogido desde el *IPoM* a la fecha no son demasados. Entonces, hacer un cambio base, ratificando estas nuevas proyecciones por una señal de tasa de instancia, resulta un paso bastante fuerte y, en ese sentido, puede ser prematuro. La segunda consideración es que en una alta medida estas perspectivas de mayor demanda interna se han compensado ya mediante aumentos en las tasas de interés como se ha observado en los mercados financieros, que se refiere a tasas más altas que las antes previstas, con una mayor demanda interna en Chile y una mayor actividad y riesgos de inflación en las discusiones en el mercado, no así en el Banco Central de Chile.

Sin embargo, señala que recién el mercado se ha sobreenfatizado. Agrega que el error de las noticias locales en el contexto que se han presentado es que los aumentos en las tasas de interés han sido bastante sustanciales y eso genera un efecto estabilizador con respecto de las perspectivas de actividad y de inflación hacia adelante, que hay que tomar en consideración. En este contexto, el señor Jadresic cree que es preferible acumular más evidencia antes de modificar la tasa de instancia y ello por cierto no obsta para que en el comunicado de hoy, si ese es el camino que se prefiere de mantener la tasa de instancia, se den señales de cómo se han modificado en este tiempo los riesgos de inflación y también de movimiento de las tasas de política monetaria.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que le parece más adecuado, que en la información que se publique en la Minuta, se incorpore la tabla presentada por el Gerente de Mercados Financieros Nacionales señor Beltrán De Ramón; para efectos de los *forwards* de inflación, ya que esa *forward* de inflación muestra expectativas bien ancladas en los precios financieros, no presenta desalineamiento y prácticamente ningún horizonte a partir de los años.

El Presidente señor Vittorio Corbo señala que en la Minuta se utilizará la información a que se refiere el Consejero señor Marfán, ya que se encuentra actualizada.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco señala que en esta oportunidad se va a referir a cinco puntos. El primer punto se refiere a que, evidentemente hay información disponible hoy que no había hace un mes atrás, tanto en actividad como en precios, y esta información parcial de un mes y en algunos casos de dos meses, apunta hacia una actividad más vigorosa y un mayor riesgo del resurgimiento del fenómeno inflacionario.

Como segundo punto, consulta cuánta información adicional se tiene y cuán sólido puede ser un cambio de perspectiva, dada la cantidad de información adicional. A su juicio, la respuesta a ese fenómeno también es clara. Agrega que la información que se tiene es poca, en especial lo que tiene que ver con la actividad por sobre lo presupuestado en el último *IPoM* y en la última Reunión de Política Monetaria. Agrega el señor Ministro que esa información se tiene esencialmente para un mes, y muestra que un par de variables están creciendo algo por sobre lo presupuestado y el consumo se destaca.

4



## BANCO CENTRAL DE CHILE

En su opinión, esta nueva reseña es informativa, pero no es decisiva y por lo tanto, estaría de acuerdo con las palabras del Gerente de División Operaciones Financieras señor Esteban Jadresic, en cuanto a que lo que se sabe, la solidez de la nueva información, no es tal para que justifique un cambio de fondo en las proyecciones que se hacen y por lo tanto, en la postura de la política.

El tercer punto que quiere destacar el señor Ministro, se refiere a que es importante hacer la lectura correcta del comportamiento de las tasas largas y de las tasas de interés en general. Agrega que no se tiene la información para distinguir adecuadamente lo importante de lo irrelevante. Agrega que con el sesgo localista que se tiene en las discusiones en Chile, el grueso de éstas se ha centrado en cuáles son las innovaciones de la información adicional que tenemos respecto a la economía local y considera que se ha subvalorado el hecho de que este es un fenómeno mundial. Señala el señor Ministro que si se lee la prensa chilena y los análisis chilenos, parece que el resto del mundo no existiese y que el alza muy marcada de las tasas de mediano y largo plazo en Estados Unidos de América, Europa y Gran Bretaña tampoco existiesen; por lo tanto, el arbitraje que está implícito en el movimiento de las tasas chilenas no es el único factor, pero sí un factor absolutamente clave, y esto debería llamar a tener cuidado llegado el momento de atribuir todo ese cambio en Chile a un fenómeno de mayores expectativas inflacionarias.

En el cuarto punto, el señor Ministro de Hacienda se refiere a la política fiscal, tema ya conversado en la última Reunión de Política Monetaria, pero que quiere enfatizar. Sobre el particular, indica que la política fiscal tiene varios ángulos, pero para los fines de esta discusión tiene dos perspectivas desde las cuales se le puede mirar. Uno es el tema del superávit, de la solvencia inter temporal y de la acumulación de pasivos o en este caso de activos.

Agrega, que desde esa perspectiva la discusión respecto al cambio en la política de meta de superávit desde un punto, a medio punto del PIB, es absolutamente inobjetable. Opina que no son muchos los países que son acreedores netos y Chile está a punto de serlo. Lo segundo, tiene que ver con el gasto para fines del equilibrio macroeconómico. Señala que como bien dijo el Vicepresidente señor José De Gregorio en una entrevista, lo que importa es la trayectoria del gasto y aquí llamaría al Consejo a tener en mente un punto importante. Hay que hacer con cuidado el álgebra, el cálculo y el cómputo que está explícito en la regla de balanza estructural, para ver cuáles son los deltas posibles o plausibles de gasto que aparecen para el próximo año. Agrega que cuando se hace ese ejercicio, poniéndole diversos escenarios al precio del cobre de largo plazo, al crecimiento tendencial, y si se toman en cuenta también factores tales como el alza en los costos de CODELCO, el comportamiento de la recaudación que se mencionó hoy día y los diversos escenarios que surgen, están muy distantes a la cifra astronómica de incremento en el gasto que a veces se ve en la prensa. Hace presente el señor Ministro, que el año pasado se tuvo un debate en que la gente hablaba de dos dígitos y era claro para cualquiera que hubiera hecho el cálculo, que eso no iba a ocurrir. Agrega que si de nuevo se hace el cálculo, es bastante evidente que para supuestos plausibles, eso este año no va a ocurrir.

Finalmente, el Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco expresa que le parece que hay novedades, pero que éstas son parciales. Aportan información, pero dicha información es más bien preliminar y no definitiva. Le parece que se puede tener certeza respecto a las expectativas de inflación que siguen estando ancladas en torno a la meta en los horizontes que importan, y que el fenómeno del incremento en las tasas de largo plazo no debe ser tomado, a su juicio, como evidencia contraria a esto. Por consiguiente, le parece que la actitud de *wait and see* hasta que se acumule más información, es la correcta y eso argumenta a favor de una mantención de la tasa de política monetaria.

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



## 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 siguen siendo favorables, el crecimiento global es vigoroso, los mercados financieros permanecen líquidos, y los precios de las materias primas se mantienen en niveles elevados.

Expresa el señor Marshall que en el último mes la principal novedad ha sido el alza en las tasas de interés, lo que parece responder al vigor del crecimiento global, a las mejores perspectivas para la economía norteamericana, y a una preocupación no disipada por la inflación. Indica que los mercados financieros internacionales operan con relativa normalidad, pero que la probabilidad de observar una mayor volatilidad ha aumentado debido al movimiento de las tasas de interés. Con todo, agrega, las condiciones financieras para las economías emergentes siguen siendo en general favorables, especialmente respecto de niveles históricos.

Menciona el citado Consejero, que en el curso del mes el precio del petróleo ha subido desde niveles por sobre los 60 dólares el barril; en tanto el precio del cobre ha bajado, bastante en línea con lo esperado, pero se mantiene por sobre los US\$ 3 la libra. Agrega que en el frente interno los agregados monetarios mantienen sus elevadas tasas de crecimiento. Por su parte, los agregados crediticios también se expanden a tasas altas, pero las últimas cifras vuelven a confirmar un proceso de moderación o ajuste, por lo menos en aquellas partidas que alcanzaron un mayor dinamismo en el pasado.

Agrega el señor Marshall, que en el mercado de títulos financieros las tasas de mediano y largo plazo han subido en forma importante. Ello parece responder a varios factores, los que incluyen el aumento de las tasas en los mercados internacionales, la evolución interna de la actividad y la inflación, y los anuncios del 21 de mayo pasado, pero señala que es difícil precisar la importancia relativa de cada uno de ellos. Señala el mencionado Consejero, que este movimiento de tasas ya ha introducido un factor de ajuste en las condiciones de liquidez de la economía. Indica que la demanda interna crece en forma vigorosa a un ritmo superior al previsto, destacando la elevada expansión del consumo privado, cuyas estimaciones y proyecciones se han revisado al alza. Por su parte, menciona el señor Consejero, las cifras de actividad que se han conocido en los últimos meses dan cuenta de un elevado crecimiento; y agrega que por segundo mes consecutivo, la variación anual del IMACEC se ubicó por sobre el 6%. Todo ello ha llevado a revisar hacia arriba las proyecciones en materia de actividad contenidas en el último *IPoM*.

Indica el Consejero señor Marshall, que la evolución del mercado laboral confirma estas mismas tendencias; el empleo y, en particular, su componente asalariado, crecen en forma importante. La tasa de desocupación vuelve a disminuir desde niveles que ya resultaban bajos en términos históricos. Comenta también que llama la atención, sin embargo, que este comportamiento del mercado laboral no se refleje con toda claridad en las tasas de variación anual de los costos laborales, que continúan siendo moderadas. Señala que el panorama para la inflación ha cambiado en forma importante. Por un lado, las tasas efectivas han resultado bastante más altas que las anticipadas previamente. Las cifras del mes de mayo sorprendieron nuevamente al alza. Con ello, tanto la inflación efectiva como la subyacente se han aproximado rápidamente al 3%. Esta mayor inflación se explica en buena medida por la materialización de factores de riesgo identificados en nuestros informes, como los aumentos en los precios de los combustibles y de los alimentos. Por otro lado, las proyecciones de corto plazo, aunque permanecen en niveles moderados, se han ajustado hacia arriba e incorporan un cierto sesgo al alza. Sin perjuicio de ello, las expectativas de inflación del mercado se encuentran bien alineadas con la meta de 3% para los distintos plazos.

Menciona el señor Consejero, que si bien el movimiento en la curva de rendimientos refleja expectativas de alzas futuras en la Tasa de Política Monetaria, para esta reunión tanto los precios de los activos, como las encuestas, tienden a coincidir en que la Tasa de Política Monetaria no tendrá variaciones.

4p



## BANCO CENTRAL DE CHILE

Admite el señor Marshall que existen argumentos para considerar más de una opción de política en esta oportunidad. Sin embargo, le parece que lo más adecuado es mantener la tasa de interés en su actual nivel. Indica que si bien el panorama ha cambiado, la inflación sigue en un nivel moderado y las presiones de costo están contenidas. Los antecedentes disponibles en materia de demanda interna y de actividad apuntan en la dirección de un mayor dinamismo, pero resulta aconsejable confirmar estas tendencias antes de introducir un ajuste en la Tasa de Política Monetaria.

Comenta el señor Consejero que es cierto que el riesgo de una aceleración de la demanda interna y, en particular, del consumo privado ha aumentado, pero también está presente el riesgo de eventuales restricciones en el abastecimiento de energía eléctrica u otros choques que pueden afectar la actividad real y, en especial, la producción industrial. Indica que el movimiento observado hasta ahora en la curva de rendimientos, si bien resulta significativo, deja espacio para no modificar el nivel de la Tasa de Política Monetaria en esta oportunidad y esperar hasta tener un cuadro más completo sobre las tendencias en curso. Hace presente el señor Consejero que, por lo demás, un alza de la Tasa de Política Monetaria en esta oportunidad podría tener una lectura equívoca por parte del mercado, en circunstancias que éste espera mayoritariamente que no se produzca una modificación.

Con todo, señala el citado Consejero, el Comunicado debe dar cuenta de los cambios que se están observando y de sus implicancias para la política monetaria.

En suma, el Consejero señor Enrique Marshall indica que su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria en 5,0%.

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

Menciona el citado Consejero, que el escenario externo de hoy día presenta diferencias significativas, respecto del de hace solo un mes. En lo positivo, destaca una menor probabilidad de que la economía de los Estados Unidos caiga en recesión, a la vez que se aprecia un fortalecimiento de la demanda interna en los principales mercados internacionales. En lo negativo, destaca el fuerte e inesperado aumento de las tasas de interés de largo plazo en las principales economías, especialmente en los Estados Unidos. Indica que aunque la economía chilena es más resistente a los eventos externos que en el pasado, no puede ni debe desentenderse de esa evolución de las tasas externas. Agrega, que el grado de desacoplamiento de Chile no puede sustraerse a eventos comunes en la economía internacional.

Con todo, señala el señor Consejero que aún es prematuro desentrañar si el cambio en las tasas de largo plazo es consecuencia de un fenómeno transitorio, por ejemplo un *sell off*, o si se trata de un cambio más duradero. En este último evento, los actuales precios financieros anticipan alzas en las tasas de política en todas las principales economías del mundo en el curso de este año. Señala que también es significativo, aunque con menor relevancia que lo anterior, que ha continuado aumentando el precio internacional de alimentos relevantes para los precios internos de Chile y que el precio del petróleo sería superior al que se percibía. En estos casos, le parece que lo importante es la trayectoria de corto plazo de estos precios, ya que no hay indicios que los principales precios internacionales a fines del horizonte de proyección, serían distintos a los contemplados en el escenario base.

En lo interno, comenta el Consejero Marfán que los mayores precios internacionales señalados, y un aparente realineamiento del precio interno de los remedios, parecen estar disipando el evento que se preveía en cuanto a que la inflación anual se ubicaría por debajo del 2% en el corto plazo. Señala que por la aplicación simple del principio de Taylor, de confirmarse esta evolución, se requeriría de un ajuste de la tasa de política monetaria a corto andar. La actividad, y particularmente



BANCO CENTRAL DE CHILE

la demanda interna, en tanto, han evolucionado con más dinamismo que el previsto. Por último, indica que no se observan elementos de presión inflacionaria en la evolución de las remuneraciones.

Menciona el señor Consejero, que las tasas de interés de largo plazo internas han seguido una evolución parecida a las internacionales, aunque con algo de menor fuerza debido a los efectos del *sell off* interno, que parece ya haber concluido. Agrega que todo lo anterior apunta de manera no ambigua a que el próximo movimiento de tasas en Chile debiera ser al alza. En este plano, señala que coincide con la Gerencia de División Estudios en que las opciones a evaluar en esta oportunidad son mantener o elevar la Tasa de Política Monetaria. Señala que los eventos que apuntan en la dirección de aumento son muy recientes, y falta aún evaluar su permanencia en el tiempo. Las expectativas de inflación, en su medición más reciente, aparecen bien ancladas en torno a la meta en el horizonte de política.

Le parece al Consejero señor Marfán, que un aumento de tasas en esta oportunidad, sólo podría justificarse por un cambio muy profundo en el escenario base y le parece también que, a menos de un mes de haber presentado el *IPoM*, se deberían incorporar o evaluar más antecedentes para tomar una decisión tan fuerte como esa. Por esta razón, cree conveniente mantener en esta oportunidad la tasa de política monetaria tal como por lo demás espera la mayor parte del mercado, pero introducir claramente un sesgo al alza en el Comunicado.

Por estas razones, el Consejero señor Manuel Marfán manifiesta que su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual de 5,0%.

El Consejero señor Jorge Desormeaux señala que también quiere agradecer el trabajo del *staff* del Banco en la preparación de los antecedentes para esta Reunión de Política Monetaria, así como los valiosos comentarios que se han entregado.

Menciona el señor Consejero que los antecedentes para esta reunión, tal como han señalado quienes le antecedieron, muestran importantes cambios en el escenario interno como en el externo, en relación a las dos reuniones previas.

En el plano externo, indica el señor Desormeaux, se ha comentado que sobresale un desempeño mejor a lo esperado en la economía de los Estados Unidos de América, mientras que el dinamismo en el resto del mundo se mantiene inalterado, lo que ha incrementado el riesgo inflacionario y ha dado lugar a aumentos significativos en las tasas de interés de largo plazo en el mundo desarrollado. Agrega que en el plano externo también se prevé que la normalización de los precios de los combustibles refinados será más gradual de lo estimado previamente. Menciona que estos dos desarrollos tienen claras consecuencias sobre la inflación interna.

Comenta el Consejero señor Desormeaux, que en el plano nacional la economía muestra un mayor crecimiento de la actividad y particularmente del gasto en relación a lo proyectado. Agrega que tal como señala el informe de la Gerencia de División Estudios, el riesgo de un mayor dinamismo del consumo parecería estar materializándose, lo que sucede en el marco de condiciones monetarias y crediticias que si bien se han moderado en el margen, continúan siendo expansivas. Le parece que otro factor que puede afectar las perspectivas de la inflación futura son los anuncios presidenciales del 21 de mayo, en relación a la flexibilización de la regla fiscal; pero que no solo han aumentado las perspectivas de la inflación futura, puesto que la inflación también ha sorprendido al alza en el corto plazo, a raíz del impacto de la subida de precios de bienes específicos como el caso del rubro salud, alimentos y combustibles. Señala el señor Consejero que estos factores contribuirán, en opinión de la Gerencia de División Estudios, en aproximadamente medio punto porcentual adicional a la inflación del IPC hacia fines de este año. Estos desarrollos, tanto en el plano interno como externo, han dado lugar, como se ha comentado, a un desplazamiento de 20 a 50 puntos base en la estructura de tasas de interés. Dado el mayor incremento que han registrado las tasas de interés nominales en relación a las reajustables, se ha

49



## BANCO CENTRAL DE CHILE

producido un aumento de la compensación inflacionaria *forward*, la que en todo caso, sigue centrada en torno a 3% en sus mediciones de mediano y largo plazo.

Como resultado de todo lo anterior, señala el señor Desormeaux, el mercado ha modificado sus expectativas sobre el curso futuro de la Tasa de Política Monetaria, esperando hoy día entre 2 y 3 alzas de 25 puntos base en lo que resta de este año. Con estos antecedentes, estima que las únicas opciones a considerar en la reunión de hoy, evidentemente son un aumento de 25 puntos base, o la mantención de la Tasa de Política acompañada, en su opinión, de un cambio en el sesgo de la política.

Agrega el señor Consejero, que no le cabe ninguna duda que las mayores presiones inflacionarias futuras que se han comentado, que resultan tanto de alzas de precios específicos, como de un cierre más rápido de las holguras, conducirán a una modificación de la trayectoria óptima de la tasa de política monetaria, adelantando su normalización. Estima que no cabe hacerse muchas ilusiones acerca de la persistencia de estas presiones, aunque se disponga hoy todavía de pocas observaciones. Sin embargo, también cree que el proceso de normalización de la Tasa de Política Monetaria no necesariamente debe iniciarse en la reunión de hoy; lo anterior por varias razones, algunas de las cuales ya han sido expuestas en esta ocasión.

En primer lugar y muy importante, menciona el señor Desormeaux que el alza que han evidenciado las tasas de interés de mediano y largo plazo en el mercado, han contribuido significativamente en la tarea de reducir la expansividad de las condiciones monetarias y financieras. En segundo lugar, cree que ello ocurre en el marco de expectativas de inflación que se mantienen ancladas en el mediano y largo plazo. En tercer lugar, señala que el mercado espera mayoritariamente la mantención de la Tasa de Política Monetaria en el día de hoy, y un alza podría dar cuenta de un exceso de activismo por parte del Banco Central de Chile y exacerbar la volatilidad de las tasas de mediano y largo plazo. Sin embargo, considera que para no arriesgar un eventual desanclaje de expectativas, especialmente si se exacerban algunas de estas tendencias, el Comunicado de esta reunión debe dar cuenta de un cambio en el sesgo de la política, abandonando explícitamente el sesgo neutral, en favor de un sesgo al alza.

El Consejero señor Desormeaux vota en consecuencia, por la mantención de la Tasa de Política Monetaria en 5,0%.

El Vicepresidente señor José De Gregorio, señala que en los últimos meses se ha visto cómo el panorama, tanto inflacionario como de actividad, ha estado cambiando y se ha desviado de manera significativa de lo que se esperaba a principios de año. En el más corto plazo, en particular en el último mes, se tuvo sorpresas respecto del último *IPoM*. Comenta que en el ámbito internacional han ocurrido cambios en los niveles de actividad y precios financieros, que si bien no son menores, sus implicancias sobre la conducta de la política monetaria no son significativas, ni tampoco de signo evidente. Sin embargo, agrega que en materia de precios de algunos productos específicos, éstos han tenido un impacto importante. El precio del petróleo y las gasolinas, así como el precio de algunos alimentos, ha aumentado de manera importante y explican una parte, aunque no la totalidad de las sorpresas que se han observado en los últimos registros de inflación del IPC y de las medidas subyacentes.

Menciona el señor Vicepresidente, que es importante tratar de despejar si los aumentos de la inflación han sido producto del aumento de precios específicos, o ellos corresponden a un aumento más fundamental. Comenta que al descontar del IPCX1 los alimentos, lo que representa aproximadamente dos tercios del IPC total, se observa que el último registro se ubica en 2,5% en 12 meses, sólo dos décimas más de los registros de fines del año pasado y principios de este año. Agrega que algo similar ocurre al observar la proyección de inflación basada en los componentes del IPC. Sin embargo, indica, lo más probable es que estas mediciones sigan registrando leves aumentos, en particular dado el importante dinamismo de la actividad económica, el cual ha sorprendido al alza y de seguir así se terminará el año cerca o incluso por encima del 6%.

24



## BANCO CENTRAL DE CHILE

Asimismo, añade el señor De Gregorio, el dinamismo de la demanda agregada confirma perspectivas de mayores presiones inflacionarias que son necesarias de contener. Dado el actual grado de expansividad de la Política Monetaria, estos desarrollos sugerirían quitarle algo de fuerza, lo que ya en cierta medida ha estado ocurriendo con las tasas de mercado.

En consecuencia, agrega el señor Vicepresidente, lo más recomendable, con el propósito de cumplir con el objetivo inflacionario será, este mes o los que siguen, subir la Tasa de Política Monetaria. No obstante, cree que hay razones para adoptar una posición cautelosa en esta reunión y esperar, aunque no mucho, a que se confirme este panorama. Esto, por cuanto al mirar los determinantes fundamentales de presiones de costos persistentes, no hay todavía evidencia definitiva que estos estén aumentando. En particular, señala el Vicepresidente señor De Gregorio, los costos laborales se mantienen creciendo a un ritmo acotado y no dan cuenta de las desviaciones que se han observado en los registros de inflación. En todo caso, indica que la evidencia respecto de márgenes es menos concluyente. Añade que el hecho de que el grueso del aumento de la inflación haya sido por productos específicos, cree que no es razón suficiente para no tomar acciones, situación que es importante por los efectos de segunda vuelta que se puedan materializar, en particular si el Banco no da una señal de que estos efectos son relevantes y que preocupan sus consecuencias inflacionarias. Agrega que la credibilidad podría verse debilitada, aumentando las expectativas inflacionarias con negativos efectos sobre la dinámica de precios.

Por lo anterior, expresa el señor Vicepresidente, cree que en esta oportunidad, es recomendable mantener la Tasa de Política Monetaria, pero afinar el diagnóstico para en el corto plazo subir la tasa de interés. Señala que no cree que sea razonable dar un sesgo en el Comunicado de hoy, aunque en la práctica sí existe, debido a la mala experiencia que se tuvo al darlo a principios de año. También indica que no le parece adecuado, por otra parte, reducir la efectividad de un instrumento comunicacional importante. En todo caso, señala que el sesgo debería ser evidente cuando se dé a conocer la Minuta de esta Sesión. Asimismo, no estima que sea prudente hacer referencia a la política fiscal en el Comunicado, mientras no se tenga una mejor evaluación de su evolución futura, así como su impacto sobre la inflación y la política monetaria. Con todo, el Vicepresidente señor José De Gregorio señala que su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria en 5,0%.

El Presidente señor Vittorio Corbo expresa que desde la última reunión, las principales novedades en la economía mundial son el continuo fortalecimiento de la actividad, el alza en las tasas de interés de largo plazo en los países industriales, ambos desarrollos especialmente en los Estados Unidos de América, y una revisión al alza de las expectativas de tasas de política monetaria en estas mismas economías.

Indica el señor Corbo que en la economía nacional, el producto y la demanda crecen por encima de lo proyectado en el último *IPoM*, mientras que el empleo aumenta su dinamismo. Agrega que este favorable cuadro sigue siendo impulsado por las positivas condiciones externas, el mayor impulso fiscal, y por condiciones financieras internas que continúan siendo auspiciosas. Señala que por el lado de la demanda, esto se manifiesta en el dinamismo que muestra el consumo privado, la inversión y las exportaciones. Además, añade que los anuncios recientes en la parte fiscal anticipan un impulso para este año y el próximo algo mayor que el anteriormente proyectado. Por su parte, agrega que por el lado de los sectores productivos la expansión es apreciable.

En contraste, indica el señor Presidente, la intensificación de los recortes de gas natural, el mantenimiento de altos precios de los combustibles, y el aumento reciente en las tasas largas, pueden terminar ejerciendo un efecto contractivo en la demanda interna y en el producto.

En lo que se refiere a la inflación, el Presidente señor Corbo menciona que la inflación del IPC y las distintas medidas de tendencia inflacionaria han continuado incrementándose, superando algunas de ellas el 3% anual. Esta situación ocurre en circunstancias en que las holguras de capacidad se estrechan algo más de lo proyectado, y en que el alza en los precios de

2 hp



## BANCO CENTRAL DE CHILE

combustibles y, en menor medida, de los alimentos y los medicamentos, tiende a ser más persistente y más pronunciada que lo previsto. En contraste, agrega, las presiones inflacionarias provenientes de los costos laborales continúan acotadas. En paralelo, por su parte, las expectativas inflacionarias de mediano y largo plazo, medidas por encuestas de expectativas y por compensaciones inflacionarias, se encuentran en torno al 3% anual.

Menciona el señor Presidente, que las tasas de interés de mercado aumentan en las últimas semanas, tanto por factores externos -la fuerte alza en las tasas de interés internacionales asociadas a las mejoras en las perspectivas económicas de los Estados Unidos de América, y el fortalecimiento del crecimiento de la Zona Euro y Japón- como por la mayor inflación y las mejores condiciones de crecimiento internas. En cuanto a expectativas para el curso de la Tasa de Política Monetaria, el señor Presidente señala que el mercado espera ahora entre dos y tres alzas hasta fines de año.

Indica el Presidente señor Corbo que el cuadro macro-financiero que resulta de estos nuevos desarrollos contiene mayores presiones inflacionarias que las consideradas en el último *IPoM*. En paralelo, agrega, se incrementa el riesgo de posibles efectos de segunda vuelta de los recientes *shocks* de oferta. Le parece que de consolidarse este escenario, resultará en perspectivas de inflación mayores que las proyectadas en el último Informe, lo que requeriría de un menor estímulo monetario para asegurar que la inflación anual se mantenga en torno a 3%.

Por lo anterior, agrega el señor Corbo, se inclina por mantener la Tasa de Política Monetaria en un 5,0%, a la espera de poder acumular más información sobre la persistencia de los aumentos recientes de las presiones inflacionarias.

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

### 109-01-070614 – Tasa de Política Monetaria.

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

### Comunicado

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

El escenario externo relevante para la economía chilena continúa favorable. La actividad económica mundial confirma su vigor, destacando las mejores perspectivas para las economías desarrolladas, lo que ha contribuido a un aumento de las tasas de interés de mediano y largo plazo. Los precios del cobre y del petróleo y sus derivados, especialmente la gasolina, así como los de algunos alimentos, permanecen altos.

La información disponible sobre actividad y gasto interno da cuenta de un mayor dinamismo, por encima de proyecciones previas, aumentando la probabilidad de que se materialice un crecimiento superior al contemplado en el escenario base del último Informe de Política Monetaria. En particular, destaca el vigor del consumo privado, la inversión y las exportaciones. El empleo asalariado continúa aumentando y, no obstante los incrementos recientes en las de tasas de interés de mercado, las condiciones financieras internas son favorables.



BANCO CENTRAL DE CHILE

La inflación del IPC se ubica levemente por debajo de 3% y sigue influida por el precio de los combustibles y por un repunte de la inflación subyacente IPCX 1 (que excluye combustibles, perecibles y algunos servicios regulados), la cual ha estado afectada especialmente por mayores precios de los alimentos y algunos productos del rubro salud. Más allá de los aumentos de estos precios específicos, las medidas alternativas de la tendencia inflacionaria han aumentado, mientras que las expectativas de inflación a mediano y largo plazo permanecen ancladas en torno a 3%.

El Consejo reafirma su compromiso de conducir la política monetaria de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política. Esto implica que, de consolidarse una perspectiva de inflación más alta que la considerada en el último Informe de Política Monetaria, será necesario reducir el impulso monetario."

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17:55 horas.

JOSÉ DE GREGORIO REBECO  
Vicepresidente

VITTORIO CORBO LIOI  
Presidente

MANUEL MARFÁN LEWIS  
Consejero

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ  
Consejero

ENRIQUE MARSHALL RIVERA  
Consejero

ANDRÉS VELASCO BRANÉS  
Ministro de Hacienda

JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR  
Ministro de Fe (S)

la 4