



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 97 celebrada el 7 de septiembre de 2006

En Santiago de Chile, a 7 de septiembre de 2006, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Vittorio Corbo Lioi y con la asistencia del Vicepresidente don José De Gregorio Rebeco y de los Consejeros don Jorge Desormeaux Jiménez, don Manuel Marfán Lewis y don Enrique Marshall Rivera.

Asiste el señor Ministro de Hacienda Subrogante, don Alberto Arenas de Mesa.

Asisten también:

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

El Presidente señor Vittorio Corbo, da cuenta al Consejo que el señor Ministro de Hacienda no podrá asistir a esta Sesión por encontrarse fuera del país. Al mismo tiempo, el Presidente señor Vittorio Corbo da la bienvenida al señor Alberto Arenas de Mesa, quien asiste a esta Sesión de Consejo en calidad de Ministro de Hacienda Subrogante.

Asimismo, el señor Presidente señala que aprovecha también la oportunidad de dar la bienvenida a esta Sesión de Política Monetaria al señor Leonardo Hernández Tagle, quien a contar de esta reunión se ha incorporado oficialmente a las sesiones de política monetaria.

También, señala el señor Presidente, que quiere dejar constancia que el Gerente de Mercados Financieros Nacionales señor Beltrán De Ramón Acevedo, se ha excusado de asistir a esta sesión, durante la mañana, por razones de orden personal.

A continuación el señor Presidente fija la fecha de la Sesión de Política Monetaria del mes de marzo de 2007, para el día 15 de ese mes.



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann, manifiesta que respecto al escenario internacional, la actividad externa durante el último mes evoluciona relativamente en línea con lo que se había proyectado. Agrega el señor Lehmann que los registros de inflación y de las unidades desarrolladas, así como el menor precio de los combustibles han reducido la preocupación por mayores presiones inflacionarias. Esta situación es especialmente importante en el caso de Estados Unidos de América. Comenta el señor Lehmann que este factor, en conjunto con los indicadores de actividad dan cuenta de una desaceleración, lo que ha llevado al mercado a estimar que necesariamente el proceso de alzas en esa economía, asociado a la política monetaria habría concluido. Por su parte, en Europa y Japón se mantienen las expectativas de nuevas alzas en lo que resta del año. Hace presente también el señor Lehmann, que las tasas de interés internacionales de largo plazo han caído, y ello debido, principalmente, a un menor premio por riesgo inflacionario. Agrega, que el precio del petróleo y sus derivados han disminuido en forma significativa, lo que se refleja, particularmente, en que la disminución de la prima de riesgo por abastecimiento ha disminuido. Indica el señor Lehmann, que respecto al precio del cobre, éste se muestra estable si se observa la última reunión de política monetaria. Agrega que exhibe algún alza en los últimos días, fundamentalmente por toma de posiciones de inversionistas, en línea también, con el curso que han exhibido otros productos o metales básicos.

Por otra parte, el señor Lehmann informa que respecto a Estados Unidos de América, el Índice de Gerentes de Compras ha estado más menos en línea con lo anticipado. También el índice manufacturero por encima de lo anticipado y más claramente aún en el caso del rubro no manufacturero. En cuanto a las órdenes de adquisición de bienes de capital, indica que han estado relativamente en línea con lo que se había observado los últimos meses, más bien con un alza en las últimas observaciones. Comenta el señor Lehmann que lo anterior representa una mirada de la inversión privada en los Estados Unidos de América. En cuanto al PIB de esa región asociado al segundo trimestre, dicho indicador muestra que la inversión residencial presenta una caída relativamente significativa y que los inventarios también presentan un aumento respecto a registros anteriores. Menciona también el señor Gerente de Análisis Internacional, que la confianza de los consumidores se ha ido desacelerando. Agrega que las ventas minoristas, por su parte, excluyendo automóviles, han estado relativamente en línea, sin mayores novedades respecto a meses anteriores; el consumo personal real, por otro lado, muestra una cierta recuperación, pero se mantiene más menos en línea con lo anticipado. Indica que, probablemente, lo que más ha generado comentarios por parte de los analistas es el tema de los costos laborales unitarios que en su último registro muestran un impulso leve. Manifiesta que esto estaría especialmente ligado a salarios que crecieron más de lo que se anticipaba.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann, indica que el clima de negocios en Europa se mantiene positivo, aunque muestra en el margen una desaceleración y también en lo referente a las encuestas de Gerentes de Compras. Sin embargo, la producción industrial continúa fuerte, particularmente en Alemania y Francia. También las ventas minoristas han mostrado algún dato positivo como se desprende al conocer la descomposición del PIB del segundo trimestre en Europa. Por su parte, la inversión privada mostró un aumento bastante significativo de casi 8% trimestre a trimestre anualizado.



Asimismo, señala el señor Lehmann que en Japón la actividad industrial se muestra positiva, y las exportaciones han ido desacelerándose naturalmente los últimos dos meses. En el caso de China, por su parte, las novedades son más bien en el margen, pero si uno observa las inversiones de activo fijo, existe una leve desaceleración estimándose, eventualmente, que las medidas que están adoptando las autoridades chinas podrían estar dando algunas señales de reacción. Agrega que el crecimiento mundial, respecto al mes anterior, se revisa marginalmente al alza, del orden de una décima y ello fundamentalmente porque China ha revisado tres décimas al alza; Estados Unidos de América dada la revisión del PIB del último trimestre también muestra una alza marginal, destacándose que en el caso de Japón se aprecia una menor percepción de expansión. En general, el crecimiento para el año 2007 se mantiene en línea con lo que se tenía previsto, o más bien hacia la baja, en una décima, respecto a lo que habíamos previsto en el mes anterior.

Por otra parte, señala el señor Lehmann, que respecto al precio del cobre, éste se ha mantenido estable durante el mes y de todos modos por sobre lo previsto. Agrega que incluso en los últimos días ha continuado subiendo en línea con otros metales, y que los futuros se encuentran marginalmente por sobre lo que se había registrado el mes anterior. Menciona también que en términos de proyecciones, considerando los registros que se han observado durante las últimas semanas, se corrige al alza la proyección promedio para este año de alrededor de US\$ 3 y para el próximo año, algo por sobre US\$ 2,75, lo anterior en línea con lo que se ha estado revisando.

Con respecto al precio de la gasolina, señala el señor Gerente de Análisis Internacional que éste ha caído de manera más marcada que el precio del petróleo, que también ha mostrado una caída, lo que en todo caso ha sido mayor que lo que se anticipaba.

Respecto a inflación, señala el señor Lehmann que los últimos datos mes a mes, han sido más bien positivos, al igual que en términos de variación en doce meses, en particular el *IPC CORE*, indicador que la FED utiliza normalmente para el diseño de su política monetaria que ha estado en alza. Agrega, que con respecto a la Zona Euro, también hemos visto una situación parecida. El IPC ha caído en variaciones en doce meses, no obstante en este caso el *IPC CORE* ha estado relativamente estable. En el caso de Japón, tal como se ha planteado, se efectuó una revisión importante en lo que se refiere a cifras de inflación, que consideraban valores que tenían como base el año 2000, que eran los que se publicaban regularmente. Sin embargo, los nuevos datos revisados de IPC e *IPC CORE* se aprecian significativamente por debajo de lo que se había indicado o publicado inicialmente.

En términos de tasas de política, señala el señor Gerente de Análisis Internacional, que en el caso particular de la Zona Euro y Japón, no se presentan cambios significativos, lo que se encuentra en línea con lo previsto en el mes de agosto. En cambio, en los Estados Unidos de América se observa un movimiento marginal hacia la baja, recogiendo también una percepción de riesgo inflacionario menor. Lo señalado en el caso particular de Estados Unidos de América, cabe indicar que hoy día la posibilidad de que en septiembre se efectúe un alza es bastante improbable. Agrega que cree que el mercado apuesta mayoritariamente a que el proceso de alza de tasa de interés en Estados Unidos de América habría concluido.

Señala el señor Lehmann que en el mes pasado, en la Zona Euro, la posibilidad que la tasa llegara en diciembre a 3,5% cayó marginalmente, y también en las semanas posteriores, acentuada por los datos de confianza de Alemania. Sin embargo, hoy en día la información se ha alineado nuevamente con la factibilidad de que la tasa termine a fines de año en la cifra mencionada.

En cuanto a las tasas de interés de largo plazo, el señor Lehmann menciona que éstas han caído. Ello ocurre tanto en Estados Unidos de América como en la Zona Euro, en que las caídas respecto al mes anterior son en torno a 15 puntos base y alrededor de 20 puntos base, de acuerdo a la información de hace un par de días atrás. Agrega el señor Lehmann, que esto se relacionaría fundamentalmente por una caída en la compensación



inflacionaria, y la tasa nominal en Estados Unidos de América ha caído fundamentalmente por una percepción de preocupación respecto a inflación, que ha disminuido. Por su parte, la tasa real, en general, se ha mantenido estable o incluso algo más alta.

Comenta el señor Lehmann, que con respecto a paridades no se han presentado grandes novedades. Indica que los mismos han estado relativamente estables con una marginal depreciación del dólar ante cambios de expectativas de la política monetaria en la economía de Estados Unidos de América, igualmente en Europa y Japón. Agrega que existe bastante volatilidad en los mercados financieros; el premio por riesgo en economías emergentes tampoco presenta grandes novedades y se ha mantenido relativamente estable, marginalmente al alza, en particular en las economías emergentes. En el caso de Chile, marginalmente hacia la baja un par de puntos base, y el movimiento del *spread* chileno ha estado muy en línea con lo que ha sucedido con los *spreads* de empresas corporativas "A" en Estados Unidos de América, que se presentan estables y sin grandes movimientos.

Finalmente, el señor Lehmann menciona que los flujos a Fondos de Inversión de Cartera en economías emergentes, tal como ha estado ocurriendo en las últimas semanas, han mantenido algún grado de recuperación.

El Presidente señor Vittorio Corbo ofrece la palabra para comentarios.

El Consejero señor Manuel Marfán, comenta que le llama la atención la dispersión que se presenta respecto a las proyecciones de los analistas para el año 2007.

Al respecto, señala el señor Lehmann que en algunos casos particulares, existe un rezago en la actualización de las proyecciones. Agrega que, en general, Goldman Sachs ha estado siempre con un gran optimismo y que atendida la evidencia que se ha constado en las últimas semanas, ésta se ha alineado algo más con el resto de los analistas, pero siempre con un sesgo optimista. Indica, que le parece que existiría una fuerte incertidumbre probablemente asociada a procesos de negociaciones en algunas empresas mineras.

El Vicepresidente señor José De Gregorio, consulta que si de los gráficos que se han mostrado sobre la trayectoria del precio del petróleo en nuestro escenario del IPOM, se concluye que éste terminaría el año en US\$ 65 y cuál sería el precio actual.

En respuesta a dicha consulta, el Gerente de Análisis Financiero señor Lehmann, señala que la información entregada incorpora los últimos precios que se conocen dentro de la proyección para el mes de septiembre. Agrega, que los precios de los últimos tres días sugieren una trayectoria bastante plana para llegar a un promedio el próximo año de US\$ 68.

El Consejero señor Jorge Desormeaux, respecto de la situación de Estados Unidos de América, consulta si existe alguna discusión respecto de lo que sería la tasa neutral en dicho país.

El señor Lehmann responde al señor Consejero que no tiene conocimiento de alguna discusión al respecto, pero la percepción que existe es que ella estaría en torno a 5% y que para el próximo año los mercados están proyectando un recorte de 25 puntos base, lo que llevaría a dicha tasa a una cifra algo inferior a dicho porcentaje que uno podría estimar que sería la tasa neutral en esa economía.



El Consejero señor Enrique Marshall, solicita que se le aclare cuál es la situación de los *spreads* de las economías emergentes, respecto de la situación que existía con anterioridad al mes de mayo y si éstos seguirían estando por encima de lo que se indicó en esa época. El señor Lehmann señala que respecto de ese mes de mayo siguen siendo altos, pero que no han vuelto al nivel que tenían con anterioridad a ese mes.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Esteban Jadresic, comenta con respecto al escenario internacional, que le llama la atención la caída de las tasas largas en Estados Unidos de América y de Europa, con compensaciones inflacionarias a la baja. Agrega que la pregunta que surge es cuál es el origen de esta situación. Al respecto, menciona que a su parecer un elemento que contribuye a ello sería el precio del petróleo que ha caído, generando menores presiones inflacionarias en el corto plazo, lo que podría llevar a ese resultado final. Sin embargo, menciona que para el caso de Estados Unidos de América, los costos laborales unitarios han crecido y el índice BC CORE no ha continuado creciendo, pero se mantiene relativamente alto. Concluye que en esta materia existe una interrogante sobre lo que está sucediendo.

El Consejero señor Manuel Marfán consulta cuál es la proyección para Chile del World Economic Outlook para este año y por otra parte, desea conocer si existe alguna otra economía que esté mostrando un ciclo parecido al chileno y cree recordar que Brasil sería uno de ellos.

Sobre esta consulta, el señor Lehmann señala que no ha revisado la última cifra para Chile en particular, pero le parece recordar que ésta se encuentra en torno a 5,2%. Agrega que en el caso de Brasil, hubo una desaceleración el segundo trimestre particularmente importante de 5% al final de doce meses. Concluye señalando que en las economías emergentes no se ha observado un efecto similar, pero en el resto de las economías mundiales sí se ha producido.

El Consejero señor Jorge Desormeaux comenta sobre qué riesgos hace mención el Fondo Monetario para tener esta hipótesis de riesgos predominantes a la baja. Señala que, en su opinión, se debería básicamente al problema de Estados Unidos de América con el mercado inmobiliario.

El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, indica que quiere agregar un punto en el sentido que entiende que en Australia no hubo alzas de tasas y los datos al parecer fueron sorprendentemente malos.

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

El Gerente señor Magendzo señala que la inflación anual del IPC se elevó desde valores levemente negativos a comienzos de 2004 hasta cifras en torno a 4% en septiembre de 2005, ubicándose desde entonces en la parte alta del rango meta, la incidencia del mayor precio internacional del petróleo. La tasa de política monetaria, en tanto, ha aumentado 350 puntos base desde septiembre de 2004. Este retiro gradual del impulso monetario ha favorecido una convergencia ordenada de los indicadores subyacentes de inflación hacia el centro del rango meta, manteniendo las medidas de expectativas de inflación bien ancladas. Luego de nueve trimestres de expansión de la actividad por sobre su tendencia, en los últimos meses la economía ha dado señales de un dinamismo algo menor.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Indica el señor Magendzo que hacia el futuro se espera que, en el escenario más probable, la actividad retome un mayor crecimiento y que el próximo año se cierren las brechas de capacidad remanentes. Esto, las expectativas de inflación de mediano y largo plazo alineadas con la meta de inflación, el crecimiento moderado de los costos laborales y la evidencia de efectos limitados de segunda vuelta del mayor precio de los combustibles, configuran un cuadro propicio para la estabilidad de precios. Si bien las condiciones financieras son aún ventajosas, es posible que el actual estímulo monetario no diste mayormente del que podría considerarse neutral. Agrega, que se estima que en el escenario más probable, serán necesarios incrementos adicionales de la tasa de política monetaria para mantener la inflación proyectada en torno a 3% anual. Su materialización y oportunidad, que podría dilatarse por algún tiempo, dependerá de las implicancias de la información que se acumule para la inflación proyectada.

Por otra parte, comenta que el Consejo del Banco Central de Chile aumentó la tasa de política monetaria en una ocasión (25 puntos base) desde el último *IPoM* y en 125 puntos base desde septiembre del 2005, ubicándola en 5,25%. En el escenario más probable, ajustes adicionales al impulso monetario continuarían a un ritmo más lento que el observado hasta ahora, no descartándose que el fin del proceso de ajuste esté próximo. La información acumulada da cuenta de presiones inflacionarias subyacentes acotadas, siendo además factible que la tasa de política monetaria esté más cerca de un rango de estimaciones recientes de su nivel neutral. Con todo, el señor Magendzo indica que las condiciones financieras aún son ventajosas, lo que se manifiesta principalmente en el crecimiento del financiamiento bancario de hogares y empresas.

El peso se depreció algo menos de 6% en términos reales, respecto del cierre del *IPoM* de mayo y algo por sobre 2%, respecto de septiembre de 2005. Tomando como referencia el promedio de las dos semanas previas al cierre estadístico de este *IPoM*, se estima que el tipo de cambio es coherente con sus fundamentos de largo plazo. A pesar de que los términos de intercambio son significativamente superiores de los que deberían prevalecer en el largo plazo, la capacidad que ha tenido la economía de ahorrar la mayor parte de esta ganancia transitoria —reflejada en el superávit de cuenta corriente— apoya esta evaluación. Como supuesto metodológico se considera que el tipo de cambio real no diferirá significativamente del actual hacia fines del horizonte habitual de proyección.

Comenta el Gerente señor Magendzo, que en el primer semestre del año, tal como se esperaba, la tasa de crecimiento anual de la demanda interna disminuyó, aunque con una composición algo diferente a la prevista. Por una parte, el consumo se ha mantenido dinámico, especialmente el componente importado, a pesar del significativo efecto adverso del precio de la energía sobre el ingreso de los consumidores. Se estima que este efecto no debiese repetirse el próximo año. Por otra parte, la formación bruta de capital fijo mostró una normalización más rápida que la prevista, en especial de las importaciones de bienes de capital, luego de una acumulación de *stocks* de capital relativamente abultada durante el segundo semestre de 2005. En todo caso, el nivel actual de la tasa de inversión a PIB en términos reales se mantiene en máximos históricos. Considerando los resultados de las empresas y las condiciones de financiamiento, las perspectivas para el 2007 de este componente de la demanda interna son positivas, situación que ya se advierte en un flujo importante de nuevos proyectos de obras de ingeniería.

Señala el señor Gerente de Análisis Macroeconómico, que el escenario central supone que el gasto público sigue enmarcado en la regla de superávit estructural, lo que es coherente con una expansión importante en el 2007, producto del efecto rezagado del mayor precio del cobre. Los parámetros definidos por la comisión de expertos para el presupuesto de 2007 no difieren de los contemplados en el escenario central del *IPoM* de mayo. Con ello, la fijación presupuestaria de 2007 no requeriría de acciones de política monetaria distintas de las contempladas en el escenario central de ese entonces. Del mismo modo, tampoco se espera que pueda tener efectos significativos sobre la valoración del peso. Como se ha enfatizado anteriormente, ante una política fiscal más expansiva, por ejemplo que vaya más allá de lo



considerado en la regla fiscal, el nivel del peso sería menor y el de la tasa de interés, correspondientemente mayor.

Asimismo, hace presente que el valor de las exportaciones de bienes ha alcanzado niveles récord durante el año, principalmente por el alto precio del cobre, al que se ha sumado el favorable precio de la celulosa y la harina de pescado. En términos de volumen, se sigue anticipando para el 2006 un crecimiento superior al de 2005, pero algo menos dinámico que el previsto en mayo, en especial por menores cantidades de envíos mineros e industriales. El volumen de las importaciones crecería a tasas menores que las de 2005, con una composición similar a la de la demanda interna: más consumo y menos inversión. En el 2006 la cuenta corriente tendría un superávit, superando la proyección de mayo. Este superávit se explica por las magnitudes de ahorro público, que han más que compensado el ajuste del ahorro privado, mientras el crecimiento de la inversión se ha tendido a normalizar.

Señala también, que aunque el crecimiento de la actividad en el primer semestre en su conjunto fue similar al previsto, la expansión del primer trimestre fue algo mayor a la esperada y la del segundo algo menor. Con esto, el primer trimestre moderó la desaceleración que se estimaba para este período en el último *IPoM* y la aceleración prevista para el segundo trimestre. El crecimiento de la segunda mitad del año sería menor que el proyectado en mayo pasado, dada la evaluación de las cifras del primer semestre y factores puntuales en la gran minería que inciden en una menor producción de cobre. Excluidos los sectores de recursos naturales, la actividad crecería en torno a su tendencia para el año en su conjunto.

Menciona el señor Magendzo que el crecimiento del PIB proyectado para el 2006 es, en principio, algo inferior al que sugieren sus determinantes, en particular el impulso externo, el impulso financiero y la presencia de holguras de capacidad. Detrás está, por un lado, la actividad minera que, a un crecimiento relativamente bajo el presupuestado para este año, se le agregó el efecto de problemas en la producción (asociado a derrumbes y negociaciones laborales), los que inciden en cerca de 0,2 punto porcentual de menor PIB en el año. Por otro lado, hay elementos, cuya incidencia específica es difícil de precisar, que podrían explicar parte de este fenómeno, aunque no su totalidad. Entre ellos está el aumento en el costo de la energía, que además de su impacto en el ingreso disponible real de los hogares, podría haber tenido un mayor efecto sobre la producción, en particular en la industria. A lo anterior se suma una pronunciada alza y normalización de la inversión en maquinaria y equipo.

Agrega que también hay que destacar, que el actual marco de políticas macroeconómicas tiene un efecto estabilizador del ciclo bastante mayor que en épocas anteriores y al estimado previamente. Ello lleva a que la sensibilidad de la economía a variaciones en los términos de intercambio, en particular con respecto al precio del cobre, sea menor a la del pasado y a la supuesta previamente, y además con rezagos distintos. La flotación cambiaria, las condiciones de acceso a los mercados y la liquidez internacional moderan los efectos financieros de un mayor precio del cobre que parecen haberse dado en el pasado. Asimismo, este precio se transmite a través de la política fiscal con mayor rezago, a lo que se suma que la inversión en el sector minero ha sido sustancialmente menor a la observada en otros ciclos de alza de este precio.

Por otra parte, indica el señor Gerente que en el escenario central, varios de los elementos que afectaron la actividad este año se revertirían, o no se repetirían con igual intensidad. El crecimiento de la actividad en el 2007 se ubicaría, en el escenario más probable, por sobre el crecimiento de tendencia, y también por sobre el incremento de la actividad de este año, concretándose así el cierre de las holguras aún presente. En efecto, si bien se produce un cambio en el perfil de crecimiento de este y el próximo año, en promedio, el crecimiento 2006-2007 no se proyecta muy distinto al de tendencia, ni al que está implícito en el escenario central del *IPoM* de mayo. Además, se espera un repunte de la producción minera, se proyecta que no habrá un aumento adicional del precio de los combustibles, a lo que se sumará el mayor impulso fiscal que se prevé para el próximo año. No obstante, los efectos rezagados de la normalización de la política monetaria, un escenario internacional algo menos positivo y menores holguras de capacidad acotan la probabilidad de un crecimiento mucho



mayor al de tendencia en el bienio 2006-07. Adicionalmente, así como no hay certeza respecto de lo que subyace tras la discrepancia entre el crecimiento del PIB de este año y lo que cabría esperar dado el comportamiento de las variables que habitualmente determinan su dinámica de corto plazo, también existe incertidumbre sobre la persistencia de estos efectos hacia los próximos años.

El crecimiento de tendencia estimado para el PIB no ha sufrido modificaciones, previéndose que está por encima de 5%. Esto, en un rango en torno al que se obtuvo del Comité de Expertos que el Ministerio de Hacienda citó para la discusión de los parámetros del presupuesto 2007, quienes prevén que el crecimiento del PIB tendencial es de 5,3%. Cabe agregar que el escenario central de crecimiento del PIB para el 2007, junto con el escenario de acumulación y utilización de los factores productivos (empleo y capital), implican un incremento moderado de la productividad de estos factores.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Magendzo menciona que el panorama global del mercado laboral, considerados los cambios en la medición efectuados este año, muestra tasas de crecimiento anual del empleo total descendentes a lo largo del 2006, en parte importante atribuibles al comportamiento de la ocupación por cuenta propia. El empleo asalariado, sigue con un crecimiento dinámico, situación que también revelan otras fuentes de información. La tasa de desocupación desestacionalizada ha caído durante los últimos dos años, desde algo más de 10% a principios de 2004 a 8,1% en julio pasado. Respecto de las holguras del mercado laboral, la nueva información apunta a que la actual tasa de desempleo —mayor que la antes conocida— supera levemente el promedio de los últimos veinte años y se encuentra algo dentro de un rango de valores estimados para la tasa natural de desempleo. Esto es coherente con el diagnóstico global de holguras de capacidad que se deduce del ritmo de crecimiento de la actividad, y que, en el escenario central, se cerrarían durante el 2007.

En cuanto a la evolución de los determinantes de corto plazo de la inflación, la tasa de crecimiento anual de las remuneraciones nominales tuvo un descenso en la información más reciente, y en general ha estado en línea con las cláusulas de indización habituales y la productividad. Las nuevas cifras de empleo del INE también han permitido reevaluar la evolución de los costos laborales unitarios, los que actualmente configuran un panorama de presiones inflacionarias subyacentes coherente con el centro del rango meta y más benignas que las observadas anteriormente. Por otro lado, más allá del precio de los combustibles, los costos de bienes importados han aumentado en lo más reciente, sin configurar una presión inflacionaria capaz, por sí sola, de alterar la convergencia de la inflación al centro del rango meta.

Indica el señor Gerente mencionado, que en los últimos meses, la inflación anual del IPC se ha ubicado en la parte alta del rango meta, reflejando las alzas del precio del petróleo y de sus derivados. La inflación anual del IPCX1, en tanto, se ha mantenido por debajo de 3%, con una velocidad instantánea anualizada que ha sido menor que 2,5% en los últimos seis meses. Hasta ahora, no se observan efectos de segunda vuelta significativos asociados a los aumentos del precio del petróleo sobre la inflación, adicionales a los que se esperaban de los canales habituales de tarifas y precios indizados.

Finalmente, menciona que en el corto plazo, la inflación anual del IPCX1 seguirá acercándose lentamente hacia el 3%, superando levemente este valor durante el 2007 y volviendo a ubicarse cercano a él hacia fines del horizonte de proyección. Detrás de ello está el cierre previsto de las holguras de capacidad aún presente, costos laborales unitarios alineados con el centro del rango meta y un tipo de cambio real que no diferiría de los niveles observados en lo más reciente. Luego de algunos vaivenes de muy corto plazo por efectos de base de comparación, la inflación del IPC se mantendría en la parte alta del rango meta por algunos trimestres más, debido al mayor precio en pesos de los combustibles comparado con el escenario previsto en mayo. Este último tendría su principal impacto sobre la inflación en lo que queda del 2006 y la primera mitad de 2007. A partir de ahí, se espera una convergencia a su precio considerado de largo plazo, lo que lleva a una inflación proyectada del IPC menor, en



promedio, que la del IPCX1 el 2008. Este escenario está incorporado en las expectativas privadas, las que solo consideran un aumento transitorio de la inflación anual del IPC. Así, para fines del horizonte de proyección, la inflación anual del IPC estaría en torno a 3%.

Siendo las 12:15 horas, se retira de la Sesión de Política Monetaria el señor Ministro de Hacienda Subrogante, don Alberto Arenas de Mesa.

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

En el tema del mercado financiero, el Consejero señor Manuel Marfán consulta si en el tipo de cambio real se reestimó el rango que se considera de equilibrio atendido los nuevos precios de largo plazo, cuáles serán los valores; y, cuál sería el nuevo rango.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señala que no tiene en este instante la información entregada con anterioridad, pero según lo que recuerda se estaría dentro del rango que se consideraba de equilibrio. El Presidente señor Vittorio Corbo señala que el promedio de los últimos 15 años ha sido 93,8%.

Ante un comentario del Gerente señor Magendzo, sobre el Índice de Percepción Económico (IPEC) que muestra una caída adicional en las expectativas de los consumidores, el señor Presidente comenta que ello podría resultar en una aceleración de la producción de los meses que siguen para rehacer inventarios. Sobre el particular, el señor Magendzo señala que se cuenta con poca información sobre ese tema, y que no está en los últimos planes de producción que se entregaron. Sin embargo, el supuesto que se está trabajando para la proyección de corto plazo es que existe cierta recuperación de stocks en los meses siguientes.

El Gerente señor Magendzo señala que le parece interesante mostrar algo de lo que son los datos sectoriales, con la moderación que muestra el Instituto Nacional de Estadísticas (INE). Agrega que en esta información se aprecia que el empleo industrial tanto en los datos de dicho Instituto como en los de la Sociedad de Fomento Fabril (SOFOFA), muestran una recuperación importante en las tasas de variación, considerando que a finales del año pasado o a principios de año estuvieron más bien bajas. Indica que la Asociación Chilena de Seguridad (ACHS) tiene una dinámica más bien hacia la baja, aunque en los últimos datos se produce un repunte.

Consulta el Consejero señor Marfán cómo se explica que la industria, que es el sector aparentemente más afectado con una segunda vuelta, salvo por los shocks específicos de la minería, aparece tan afectada en PIB y tan dinámica en empleo.

El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, respondiendo al Consejero señor Marfán, indica que el empleo no es tan dinámico, en las cifras de la SOFOFA. En la información del INE, se presenta un crecimiento, pero señala que en doce meses no sabemos cuáles serían esos niveles. Concluye que, en su opinión, en el empleo habría un mayor dinamismo.

El Gerente señor Igal Magendzo señala que lo más extraño ocurrió en el año 2005, con la dinámica que tuvo el empleo industrial, y ahora durante 2006 ha vuelto a niveles más comparables con los existentes con anterioridad.



El Gerente de División Política Financiera señor Pablo García, comenta sobre este tema, que más allá de la coyuntura de los últimos meses, quizás lo más notable es el hecho que en los últimos años se ha acumulado un crecimiento industrial bastante significativo y el empleo en lo esencial no ha subido. En su opinión, en la coyuntura podría estarse observando una cierta reversión de ese fenómeno.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señala que en cuanto a los datos del INE relacionados con la construcción, se aprecia una tendencia a aumentar el número de personas empleadas en ese sector. Agrega que en cuanto a la tasa de desempleo, éste ha tenido una caída bastante prolongada, llegando a tasas de 8,1%, desestacionalizadas en la última información y la tasa de participación, después de alcanzar rangos bastante elevados durante el año 2005, en que llegó casi a un 56%, hoy está alrededor de 55%.

El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, hace presente que quiere dejar constancia que estos datos aún no son de carácter público, y recién se van a conocer con el IPOM de septiembre. Agrega el señor Valdés que el INE autorizó al Banco Central de Chile para incluir estos datos en el citado Informe.

Con respecto al costo de la mano de obra, el Gerente de Análisis Macroeconómico señala que se aprecian en los datos tasas de variación que son menores en julio de 2006 que los que se apreciaban en las informaciones anteriores. Sin embargo, al apreciar las velocidades no resulta tan dramático. Por su parte, señala que los costos laborales unitarios no muestran grandes cambios con respecto a las tasas de variación que se apreciaban en los últimos meses. Agrega que llama la atención el aumento de los costos laborales unitarios al excluir el empleo agrícola y ello se produciría porque dicho empleo está presentando una dinámica algo distinta a la de años anteriores. El Consejero señor Manuel Marfán comenta que los comentarios respecto a la situación del empleo agrícola sería válido si el indicador de salarios que está en los gráficos que se muestran, incluyera salarios agrícolas, pero como no los tiene, si se despeja de ese denominador cualquier sesgo de empleo agrícola, entonces el indicador de costos laborales unitarios sin ese empleo, debiera ser más bien insesgado por esa sola causa.

Respecto a los comentarios del Gerente de Análisis Macroeconómico sobre las correcciones del IPC, el Consejero señor Manuel Marfán señala que en este tema hay elementos de juicio que son válidos y que no quiere restarles validez, pero que debe reconocerse que también existen otras opciones alternativas. En consecuencia, tiene la impresión que en la parte no explicada de la inflación, de la sorpresa que constituye el IPCX1, como nos sorprendió, suponemos que habría mucho de rebote, porque ese fenómeno resulta anómalo. Por otra lado, en la parte no explicada del PIB, en cambio, suponemos poco rebote. Agrega, que con este comentario solamente quiere dejar constancia de la diferencia de criterio que se utiliza entre un caso y otro.

El Consejero señor Enrique Marshall consulta respecto de la consistencia que se observa entre la evolución del empleo asalariado y la evolución de la actividad para la industria. Agrega que le llama la atención, ya que tiene la impresión que el empleo asalariado es más consistente que la evolución de la actividad. Le parece al señor Consejero que puede haber rezagos normales, que también pueden ser parte de los temas de producción, el mantenimiento de plantas, pero en general cree que las cifras, especialmente del empleo por cuenta propia, son difícil de explicar.



El Gerente señor Igal Magendzo señala que efectivamente esas cifras han sorprendido, más bien del empleo asalariado por su alta tasa de crecimiento, que en Informes de Política Monetaria anteriores se había dicho que se esperaba una reducción de la tasa de crecimiento de ese empleo, atendido lo que sucedía con la actividad y también las holguras del mercado se iban cerrando.

El Presidente señor Vittorio Corbo señala sobre este tema, que también existe el hecho que aunque puede haber un problema de que las holguras no son tan grandes en el mercado laboral, también suceda que está cambiando la composición del empleo por cuenta propia a empleo formal.

El Gerente de División Estudios comenta que también existe en general un problema respecto a la calidad de las cifras de empleo que no es buena.

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

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 97.

Se incorpora a la sesión el Ministro de Hacienda Subrogante, don Alberto Arenas de Mesa.

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

El señor Gerente de División mencionado informa lo siguiente:

En la reunión de política monetaria de agosto, el Consejo decidió mantener la tasa de interés de política monetaria en 5,25% anual, luego de haberla aumentado 25 puntos base el mes anterior. Señala que en la decisión se consideró que el crecimiento de la actividad en el segundo trimestre era menor que lo esperado y que el aumento del ritmo de crecimiento contemplado para el segundo semestre sería inferior al estimado anteriormente. Ello, a pesar de que la demanda interna moderaba su tasa de crecimiento en el segundo trimestre, en línea con lo esperado. Por su parte, la inflación del IPC seguía en la parte alta del rango meta, debido principalmente al mayor precio de los combustibles, mientras las medidas de inflación subyacente, otros indicadores de la tendencia inflacionaria y los distintos indicadores de expectativas de inflación de mediano y largo plazo continuaban en torno a 3%. Además, indica el señor Valdés, que se ratificó que, en el escenario más probable, seguía siendo necesario hacer ajustes pausados a la tasa de política monetaria, pero que su frecuencia podía disminuir respecto de los últimos trimestres.

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

- En Estados Unidos de América, continúan los signos de desaceleración en el crecimiento, de acuerdo con lo anticipado, y se mantienen los riesgos de un ajuste más pronunciado debido, entre otros factores, al comportamiento del sector inmobiliario. Al mismo tiempo, se han atenuado en algo las preocupaciones por el aumento de las presiones inflacionarias. Se desprende que los mercados asignan una baja probabilidad a nuevas alzas de la tasa de interés de la FED, mientras el retorno del bono a 10 años en Estados



BANCO CENTRAL DE CHILE

Unidos de América ha disminuido cerca de 20 puntos base en el último mes (y 50 puntos base desde fines de junio). Otras zonas mantienen o incluso han intensificado su dinamismo, especialmente Asia. Con ello, las proyecciones para el crecimiento mundial aumentan marginalmente para el 2006 desde la reunión anterior. El precio del cobre se ubica en torno a US\$ 3,5 por libra, marginalmente menos que hace un mes, y el precio del petróleo ha descendido casi 10%, para situarse por debajo de US\$ 70, caída que es aún más marcada para los derivados.

- En el ámbito interno, las tasas de interés han disminuido, tanto en la parte corta como en la parte larga de la curva de rendimiento. No hay grandes novedades en las tasas de crecimiento del crédito y del dinero; las primeras siguen elevadas. El peso mostró una leve apreciación respecto del dólar (1%), que también se registra en términos multilaterales. El tipo de cambio real se mantiene estable, cerca de 94 (con base 100 en 1986).
- En julio, la actividad creció 4,2%, sin un efecto calendario significativo. Esta cifra es aproximadamente 1 punto porcentual menor que la que se esperaba hace un mes. Su evaluación, unida al desempeño proyectado para la minería en el tercer trimestre, configura un escenario de crecimiento de corto plazo más lento que el considerado en la reunión anterior. La industria sigue registrando cifras de crecimiento bajas, a lo que se suma una expansión más acotada del comercio. Se espera que este menor dinamismo siga en los próximos dos meses por la incidencia de minería e industria. En cambio, las cifras más recientes de inversión en maquinaria y equipos revelan que su rápida normalización podría estar concluyendo.
- El crecimiento anual de los salarios nominales disminuyó hasta cerca de 5%, lo que apunta hacia una inflación futura del IPCX1 relativamente baja. El empalme disponible de las cifras del mercado laboral muestra que la tasa de crecimiento del empleo continúa disminuyendo (aunque el componente asalariado crece sostenidamente a un ritmo estable) y que la tasa de desempleo se ha reducido.
- La inflación del IPC de junio se ubicó dentro de lo esperado (3,8% anual), pero el IPCX1 estuvo bastante por debajo (2,4% anual). Esto último, junto a la caída de los combustibles, modifican a la baja el panorama de inflación de corto plazo. Las medidas alternativas de la tendencia inflacionaria mostraron una pequeña baja y las expectativas han tenido una leve disminución, pero siguen cerca de 3%.

Agrega el Gerente de División Estudios señor Valdés, que con los antecedentes disponibles, se justifica solamente la opción de mantener la tasa de política monetaria en esta reunión. Señala que en particular, las proyecciones preparadas para el *Informe de Política Monetaria* de septiembre consideran que, en el escenario más probable, el cierre de las holguras de capacidad se postergará para fines del próximo año. La inflación subyacente IPCX1 mostrará un leve aumento durante los próximos dos años, mientras la inflación del IPC disminuirá hacia el centro del rango meta, ayudada por la disminución materializada y proyectada de los precios de los combustibles. Todo esto ocurriría bajo los supuestos de mantención de la tasa de política monetaria por varios trimestres - para recién en el cuarto trimestre del próximo año aumentarla gradualmente - y de un tipo de cambio real que no sufre mayores variaciones.

Menciona el señor Valdés que, habitualmente, un ejercicio completo de proyecciones de corto y mediano plazo provee poco espacio para argumentar a favor o en contra de opciones distintas a los cambios de tasa de política monetaria implícitos en las mismas. En esta oportunidad, el supuesto de una mantención prolongada de la tasa de política monetaria y el resultado de que con este supuesto la inflación se ubicaría en torno a 3% en el horizonte de política, dejan aun menos espacio para considerar alternativas a la mantención. En la práctica, en el escenario central no hay decisiones que adelantar o atrasar. Indica el señor Valdés que en concreto, se proyecta un crecimiento del PIB de 4,7% para el año 2006 y



BANCO CENTRAL DE CHILE

de 5,6% para el 2007, y una inflación promedio de 3,7% el 2006 y de 3,4% el 2007. A 12 y 24 meses la inflación IPC se proyecta en 3,3% y 3,0%, respectivamente.

Agrega el Gerente de División Estudios, que los principales riesgos tampoco dan un sesgo claro para la política, en caso de estimarse conveniente evaluar movimientos preventivos de la tasa de política monetaria. En particular, el persistente riesgo analizado durante los últimos meses de que las alzas del precio internacional del petróleo tendrían efectos de segunda vuelta sobre la inflación IPC y sobre las expectativas de inflación, no sólo no se ha materializado, sino que además el precio del petróleo ha disminuido considerablemente durante los últimos días. Asimismo, indica el señor Valdés que el riesgo asociado a una eventual expansión fiscal el próximo año por encima de lo contemplado en escenarios previos ha disminuido.

En el lado opuesto, si bien el crecimiento de la actividad se ha visto más lento, hay varios elementos que juegan en contra del riesgo de que este escenario de bajo empuje persista el próximo año. En particular, el escenario externo sigue favorable, las condiciones financieras aportan tracción al gasto interno y los factores adversos que podrían explicar el menor crecimiento actual no deberían repetirse el año 2007.

Por último, hace presente el señor Valdés que cabe señalar que las expectativas de que se mantendrá la tasa de política monetaria son prácticamente unánimes para esta reunión. Hacia delante, sin embargo, menciona que la trayectoria de tasas de interés supuesta en el escenario central es diferente al implícito durante las últimas dos semanas en los instrumentos financieros. En particular, estos precios suponen alzas en la tasa de política monetaria relativamente pronto. Agrega el señor Valdés, que ello podría dar cuenta de la necesidad de modificar el comunicado de la Reunión de Política Monetaria en lo relativo al sesgo que tendrá la política monetaria, luego de dos reuniones en que se explicita que las pausas podrían ser más prolongadas que en el último tiempo.

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

El Gerente de División Política Financiera señor Pablo García, señala que comparte plenamente la opinión de la Gerencia de División Estudios en el sentido que la única opción para hoy es la mantención de la tasa de política monetaria, principalmente por el escenario de proyección que apunta a que se sostendría en un nivel muy cercano al actual, por un período bastante más prolongado que el previsto con anterioridad.

Agrega el señor García que, desde otro punto de vista, los antecedentes más recientes, tanto en Chile como en el mundo, también comienzan a avizorar que los riesgos para la trayectoria de la política monetaria se encuentran hoy bastante más balanceados que hace sólo un mes atrás. Las sorpresas inflacionarias subyacentes, la caída del precio de los combustibles y el ritmo general de expansión económica tanto en Chile como en economías importantes, todo en un contexto de anclaje notable de las expectativas de inflación, indica que no se puede descartar que el proceso de normalización haya llegado a su fin y que los movimientos a futuro serán peculiarmente sensibles a la acumulación de noticias. Hace presente el señor García, que la Gerencia de División Estudios correctamente indica esto en las opciones, al sugerir que se requiere una modificación del sesgo del comunicado de prensa.

Finalmente, el Gerente de División Política Financiera indica que en la coyuntura actual, podría ser conveniente mencionar que el ritmo de normalización se retomará en la medida que se acumulen antecedentes que confirmen que el cierre de brechas y el traspaso del precio del petróleo están incidiendo la trayectoria subyacente y las expectativas de inflación.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Gerente de División Operaciones Financieras, señor Esteban Jadresic señala que está de acuerdo con la recomendación que ha planteado la Gerencia de División Estudios. Manifiesta el señor Jadresic, que la combinación de antecedentes que se han visto apuntan todos en la dirección de que existen presiones inflacionarias acotadas por debajo de lo que se esperaba. Agrega el señor Jadresic, que mirando la inflación subyacente, los salarios, las expectativas de inflación, el crecimiento y el precio del petróleo, todos están en esta misma dirección y más aún si hay que tomar en cuenta que con una menor inflación esperada, por ese sólo hecho implica que la mantención de la tasa de política monetaria actual, lleva a una tasa real más alta que la que se produciría en caso contrario. Agrega también el señor Jadresic, que tal como lo ha manifestado el Gerente de División Política Financiera señor García, suscribe la sugerencia de cambiar en el comunicado de prensa lo que se ha afirmado en los últimos meses, en cuanto a que en el escenario más probable seguirán requiriéndose aumentos en la tasa de interés en los próximos trimestres y hacerlo coherente con lo que se ha venido discutiendo en el *IPoM*, en el sentido de que en los próximos trimestres ese ya no sería el caso. Señala el señor Jadresic, que a más largo plazo se sigue previendo una tasa de política monetaria neutral más alta. Sin embargo, si se quiere dar a conocer, cree que perfectamente podría hacerse a través de comunicar explícitamente que la evaluación del Consejo del Banco es que la política monetaria sigue siendo expansiva. También le parece que ello es coherente con las estimaciones de más largo plazo, respecto a la tasa de política monetaria neutral, lo que ayudaría a indicar la contribución indirecta del Banco Central para hacer ver su preocupación por la inflación.

El Ministro de Hacienda Subrogante, señor Alberto Arenas de Mesa, señala que quiere recalcar tres elementos claves para la construcción de la estrategia de política monetaria que se adoptará en el día de hoy. Indica el señor Ministro Subrogante, que en primer lugar es un hecho que la economía ha experimentado un desempeño en términos de producto menos dinámico que el esperado hace apenas unos meses. En segundo lugar, hace presente que la información que se presentaba en la reunión de la mañana muestra claramente que la inflación subyacente se ha mantenido muy acotada, incluso por debajo de lo esperado previamente a pesar de los mayores precios del petróleo. Agrega, que tanto en materia de actividad como en materia de inflación parece estarse verificando hoy un escenario distinto al de proyecciones relativamente recientes realizadas por el Banco Central. En tercer lugar, manifiesta el señor Ministro de Hacienda Subrogante, que la sensación indica que hoy existe más espacio para avanzar de modo más decidido en el proceso del cierre de brechas. El señor Arenas hace presente, que todos estos elementos tienen importantes implicancias para esta decisión y también para la información que se entregue al mercado a través del comunicado de prensa. Asimismo, señala que la tarea de comunicar la decisión de política monetaria es especialmente relevante en la actual coyuntura, dado que la evaluación realizada indica un cambio relevante en el escenario macroeconómico y dado que las proyecciones del mercado contemplan una evolución futura para la tasa de política monetaria que no es congruente con este nuevo escenario. Finalmente, señala el Ministro de Hacienda Subrogante señor Arenas, que tal como lo mencionó el Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, en su Minuta de Opciones, es necesario que el Consejo dé una clara señal en esta dirección en su comunicado de prensa. Por último, indica que el mensaje debería ser claro aunque las condiciones requieren explicitar que el proceso de normalización monetaria estaría llegando a su fin.

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

El Consejero señor Enrique Marshall, agradece al *staff* el material preparado para esta reunión. Señala el señor Consejero, que las noticias del último mes han confirmado las tendencias visualizadas en la última reunión; el entorno económico externo mantiene un sello favorable; y el crecimiento global sigue siendo vigoroso. Sin embargo, se comienzan a observar signos que permiten visualizar una trayectoria más moderada hacia adelante. Señala el Consejero señor Marshall que en esa perspectiva, la noticia más importante es la



BANCO CENTRAL DE CHILE

desaceleración gradual en los Estados Unidos de América, que por el momento se ha visto compensada por un mayor crecimiento en otras regiones. Agrega, que este movimiento ha sido bien recibido por los mercados financieros, los que han mostrado una mayor estabilidad. Con todo, la preocupación por la inflación y los ajustes de tasa permanece presente, si bien se ha atenuado.

Indica el Consejero señor Marshall, que las condiciones financieras para los países emergentes mantienen un signo positivo, pero son menos ventajosas que las prevalecientes hasta antes del ajuste de mayo pasado, especialmente si consideramos los premios soberanos.

Por otra parte, menciona que el precio del cobre ha fluctuado en un rango conocido, exhibiendo un alza en los últimos días. El precio del petróleo ha experimentado un ajuste hacia abajo en lo más reciente, observando registros por debajo de los US\$ 70 el barril.

En el ámbito interno, indica el Consejero señor Marshall que las condiciones financieras siguen siendo ventajosas, si se considera la evolución de los agregados crediticios. Las tasas largas y, en particular, las nominales se han ajustado a la baja. Agrega el señor Consejero, que el peso ha fluctuado en un rango ya conocido, registrando una leve apreciación respecto de la reunión anterior. Señala asimismo, que la demanda agregada se ha desacelerado, tal como se esperaba, pero con una menor incidencia en el crecimiento de parte de la inversión y una mayor de parte del consumo. Indica también, que las expectativas de las empresas y los consumidores permanecen por debajo de los niveles observados a fines del año pasado y principios de éste. Agrega el Consejero señor Marshall, que el crecimiento en el primer semestre no fue distinto del esperado, pero sí su trayectoria, con un segundo trimestre más débil de lo previsto. El Imacec de julio sorprendió al observar una variación anualizada del 4,2%. Señala que éstos y otros antecedentes disponibles indican que la trayectoria para el año estaría por debajo de la visualizada con anterioridad.

Indica, que las nuevas cifras del INE muestran una disminución de la tasa de desocupación, pero un crecimiento del empleo más lento que el informado con anterioridad. Dichas cifras también indican una desaceleración del empleo en el curso de este año, si bien el componente empleo asalariado sigue mostrando un relativo dinamismo. Por su parte, los costos salariales exhiben tasas de variación moderadas, con un descenso en los últimos meses. Todo ello resulta concordante con la evolución de sus factores determinantes.

Hace presente el señor Consejero, que en materia de inflación, la variación del IPC de agosto estuvo dentro de lo esperado. Con ello, la inflación en doce meses se mantuvo en la parte alta del rango meta y, las proyecciones indican que la inflación total, más allá de algunas fluctuaciones estadísticas, se mantendrá en la parte alta de dicho rango por algún tiempo, para luego converger al centro de éste.

Asimismo, indica el Consejero señor Marshall, que las medidas de inflación subyacente del último mes estuvieron por debajo de lo esperado y muestran variaciones en doce meses moderadas, los indicadores de tendencia se mantienen acotados, en tanto las expectativas de inflación siguen ancladas en torno al 3%.

Señala el señor Consejero, que en suma las principales tendencias que se advierten son una desaceleración de la demanda, especialmente, en su componente inversión; una trayectoria de la actividad más débil que la proyectada; un cierre de las holguras de capacidad más lento que el previsto; y una inflación bien contenida.

Hace presente el señor Consejero que en este contexto, la única opción plausible es mantener la tasa en su actual nivel. Indica, que en su opinión, es lo único que se colige lógicamente de los antecedentes analizados.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Finalmente, señala el Consejero señor Marshall que también resulta importante observar que, según estimaciones recientemente efectuadas, la tasa de interés neutral se ubicaría en un nivel más bajo que el contemplado hasta ahora. Indica que con ello, la tasa de política monetaria se encontraría actualmente más cerca de su nivel neutral, lo que lleva a plantear que los ajustes, aún considerados como necesarios en un horizonte de mediano o largo plazo, podrían resultar bastante más distanciados en el tiempo que lo previsto con anterioridad. Estima el señor Consejero, que los riesgos asociados a la decisión de mantener la tasa son bajos. Un antecedente adicional importante es que el mercado, prácticamente sin excepción, espera una pausa en esta oportunidad. Asimismo, menciona que no obstante esta coincidencia, es importante transmitir con claridad al mercado la orientación hacia delante de la política monetaria que supone nuestro escenario central.

En virtud de lo señalado, el Consejero señor Marshall vota por mantener la tasa de política en su actual nivel de 5,25%.

El Consejero señor Manuel Marfán, agradece el análisis del *staff* y señala que hace suyo el contenido de la Minuta de Opciones de Política Monetaria que ha presentado la Gerencia de División Estudios. Agrega el señor Consejero, que coincide con todo lo que allí se menciona. A ello sin embargo, agrega dos consideraciones. En primer lugar, en el orden de rangos de crecimiento en el escenario central, que sea inferior al que en principio contendría el próximo *IPoM*, requeriría a su juicio, evaluar la acción de una eventual reducción en la tasa de política monetaria, pero en la medida en que un escenario de crecimiento especialmente para este año sea más desfavorable, se incluya más bien en el balance de riesgos que en el escenario central. Manifiesta también que está de acuerdo con el tono y con todos los matices que considera la Minuta de Opciones. En segundo lugar, cree que es importante que el mensaje del Banco sea claro respecto de mantener en el escenario central inalterada la tasa de política monetaria durante un horizonte no corto. Sin embargo, en principio, le parece que no sería conveniente introducir innovaciones mayores en el comunicado de prensa con respecto al de la reunión de política monetaria anterior. Indica el Consejero señor Marfán, que la coyuntura actual es lo suficientemente compleja como para justificar que se espere hasta la presentación del *IPoM* de la próxima semana, para dar al mercado los mensajes en forma bastante más detallada. Agrega, que la coyuntura no resiste entrar en disquisiciones tan resumidas como las que requiere el comunicado de prensa en esta oportunidad.

En virtud de lo señalado, el Consejero señor Marfán vota por mantener la tasa de política en su actual nivel de 5,25%.

El Consejero señor Jorge Desormeaux, señala que como ha destacado la Gerencia de División Estudios, cuyo contenido comparte en su plenitud, esta reunión se produce después de que en la efectuada previamente se anunciara que los futuros ajustes de la tasa de política monetaria podrían ser menos frecuentes que en el pasado. Indica el señor Consejero que los últimos desarrollos en el plano tanto externo como interno han reforzado este diagnóstico.

Hace presente el Consejero señor Desormeaux que en el plano internacional, pese a la anticipada desaceleración del crecimiento mundial, éste no se ha resentido gracias al mayor dinamismo que han mostrado otras áreas, particularmente el Asia. Pero desde el punto de vista de las presiones inflacionarias, el desarrollo más importante ha sido la caída experimentada por el precio del petróleo y la gasolina. Señala el señor Consejero, que ello reduce tanto las presiones presentes y futuras de precios, así como los riesgos de efectos de segunda vuelta.

En el plano interno, indica el señor Consejero que los desarrollos más recientes apuntan también en la dirección de menores presiones inflacionarias. El bajo crecimiento de la actividad de julio, 4,2%, unido al impacto del menor crecimiento esperado de la minería en el tercer trimestre, sumado a una inesperada debilidad de la industria, llevan a corregir a la baja,



BANCO CENTRAL DE CHILE

las proyecciones de crecimiento del segundo semestre. Señala el Consejero señor Desormeaux que por otra parte, la brusca desaceleración de la inversión observada el segundo trimestre pareciera estar dando las primeras señales de normalización. Ello, en su conjunto, apunta a un cierre mucho más gradual de holguras de capacidad, y por lo tanto, de menores presiones inflacionarias. Estos desarrollos se han visto acompañados a su vez por una moderación en el crecimiento de los salarios, lo que apunta a una tendencia inflacionaria acotada en los meses futuros. En tanto, las expectativas de inflación se muestran firmemente ancladas en torno a 3% y la inflación subyacente IPCx1 evoluciona por debajo de lo esperado. Hace presente el señor Consejero, que con estos antecedentes entonces, se refuerza el diagnóstico de la reunión anterior, y la opción de mantener la tasa de política monetaria aparece como la decisión más apropiada. Ello coincide además, con las expectativas de la unanimidad del mercado.

Finalmente, el Consejero señor Desormeaux señala que coincide con la Gerencia de División Estudios, en que el comunicado de prensa que dé cuenta de esta decisión debe poner énfasis en la dirección de la política monetaria en el futuro cercano, a la luz de estos nuevos acontecimientos.

En consecuencia, el Consejero señor Desormeaux vota por mantener la tasa de política en su actual nivel de 5,25%.

El Vicepresidente, señor José De Gregorio indica que el escenario macroeconómico, en particular la evolución de la economía nacional, ha estado cambiando significativamente en el último par de meses. Señala el señor Vicepresidente, que en especial la actividad económica se ha estado expandiendo a tasas menores de lo que se esperaba. Por su parte, las presiones inflacionarias han cedido. Hace presente que a esto se debe agregar el escenario de menor precio del petróleo que se ha observado en los últimos días que, de persistir, debería reducir aún más las presiones inflacionarias.

Por lo tanto, señala el señor Vicepresidente que coincide que la opción más adecuada en el día de hoy es mantener la tasa de interés en 5,25%. Cree, sin embargo, que las últimas novedades en materia de inflación y actividad es que estamos muy cerca, si es que no hemos llegado, del fin del proceso de retiro gradual del impulso monetario. Sin embargo, le parece que es prematuro dar por finalizado este proceso, pero ciertamente, en su opinión, se avecinan más pausas. Agrega el señor Vicepresidente, que la política monetaria ha sido capaz de controlar las presiones inflacionarias que se observaban hace un año atrás y, por lo tanto, la conducción de la política monetaria, que ha permitido a la inflación situarse en el rango de 2% a 4% la mayor parte del tiempo, ha sido apropiada. No obstante, a su juicio, hoy día se ha entrado en una fase donde nuestra estrategia original de retiro gradual del impulso monetario debería cambiar hacia un sesgo más neutral, donde probablemente se pueda volver a subir la tasa de interés para cumplir nuestro objetivo inflacionario, pero esto no tiene el grado de certidumbre que existía hasta hace un par de meses atrás. Menciona el señor Vicepresidente que ciertamente, si la actividad retoma un ritmo más ascendente, es probable que se deba volver a subir la tasa de política monetaria.

Finalmente, el Vicepresidente señor José De Gregorio señala que vota por mantener la tasa de política monetaria en 5,25%, e indica que debe comunicarse que se está entrando en una nueva fase de la política monetaria.

El Presidente señor Vittorio Corbo adhiere a las felicitaciones que se han efectuado por el análisis de la Gerencia de División Estudios. Agrega que el escenario externo para Chile sigue muy auspicioso en cuanto a actividad y condiciones financieras, aunque datos recientes para Estados Unidos de América ratifican los riesgos previstos de su desaceleración. Los dos riesgos antes identificados de mayor desaceleración, producto del comportamiento del mercado inmobiliario, con mayores presiones inflacionarias de un mercado laboral más estrecho (moderación en la creación de empleos y repunte en los costos laborales unitarios),



BANCO CENTRAL DE CHILE

siguen presentes. El mercado pondera más las cifras del rubro inmobiliario y de empleo y sus efectos en la moderación del crecimiento de la actividad, por lo que anticipa que el FED mantendrá la tasa de política en la próxima reunión del FOMC. Sin embargo, indica el señor Presidente, que las otras áreas del mundo siguen disfrutando de muy buenas condiciones económicas, especialmente Europa y Asia emergente, las que en su conjunto compensan el deterioro en el escenario estadounidense.

Indica el señor Presidente, que en cuanto al precio del petróleo y derivados, las recientes caídas contribuyen a un ambiente externo positivo.

Menciona el señor Presidente, que en el escenario interno, los registros más bajos de lo esperado en las distintas medidas de inflación subyacente, junto con una inflación IPC aparentemente más benigna y que se benefició de la corrección del precio de los combustibles – aunque todavía en la parte superior del rango meta - presentan un panorama de precios contenidos, que incluso podrían converger más rápido de lo esperado al centro del rango meta. Señala el señor Presidente, que las expectativas de inflación, por su parte, siguen ancladas en torno al centro del rango meta, aunque con leves disminuciones y las distintas medidas de tendencia inflacionaria reducen su velocidad.

En relación a las condiciones financieras, manifiesta el señor Presidente que se mantienen ventajosas, continúa la desaceleración del crecimiento de la demanda interna, aunque igual crece algo por encima de la proyección del último *IPoM*, con un mayor dinamismo del resto de la demanda interna (consumo total más variaciones de existencias) y uno menor de la inversión.

Indica el señor Presidente, que en contraste, la actividad sigue mostrándose más débil que lo anticipado dados los buenos fundamentos económicos, influido en parte por factores de oferta de los sectores de recursos naturales y por los efectos en los costos de producción de las restricciones al uso industrial de gas natural y los mayores precios de los combustibles. Los antecedentes disponibles siguen apuntando a que en el segundo semestre el crecimiento del PIB y de la demanda interna serían algo inferiores a los previstos en el último *IPoM*. Sin embargo, si las buenas perspectivas de crecimiento mundial se mantienen; el precio de petróleo permanece a los niveles recientes o incluso desciende más; el dinamismo de la demanda interna se reactiva por el aumento del gasto público financiado con el aumento en su ingreso permanente; y, los problemas puntuales en la minería se revierten, se puede esperar que la actividad retome niveles de crecimiento mayores.

Agrega el señor Presidente, que en este contexto, lo más razonable es mantener la tasa de política monetaria y enfatizar nuestro compromiso con seguir observando la evolución de la actividad y precios y su implicancia sobre la inflación proyectada, reafirmando la idea de que es posible que la tasa actual de política podría mantenerse en los niveles actuales por un período prolongado de tiempo.

Por lo anterior, el Presidente señor Corbo vota por mantener la tasa de política monetaria en 5,25%.

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

97-01-060907 – Tasa de Política Monetaria.

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

Comunicado

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

El entorno externo relevante para la economía chilena se mantiene favorable. Las condiciones financieras internacionales siguen ventajosas, el precio del cobre continúa elevado y el del petróleo ha descendido de manera significativa en los últimos días.

Pese a que el consumo continúa expandiéndose con relativa fuerza, la actividad sigue mostrando un dinamismo menor que el proyectado. Con todo, el empleo asalariado continúa aumentando, mientras el desempleo se reduce gradualmente. Las tasas de interés de mercado en general han disminuido y las condiciones financieras internas se mantienen favorables.

La inflación del IPC continúa en la parte alta del rango meta, debido principalmente a la incidencia del mayor precio de los combustibles. Las medidas de inflación subyacente IPCX e IPCX1 (que excluyen combustibles, perecibles y algunos servicios regulados) han estado por debajo de lo proyectado, en torno a 3% y 2,5%, respectivamente. Asimismo, otros indicadores de la tendencia inflacionaria muestran una leve declinación. Las presiones de costos están bien contenidas. Las distintas mediciones de expectativas de inflación continúan ancladas en torno a 3% en el horizonte habitual de política.

El Consejo estima que, en el escenario más probable, serán necesarios incrementos adicionales de la tasa de interés para mantener la inflación proyectada en torno a 3% anual. Sin embargo, su materialización podría dilatarse por un tiempo prolongado. Ello dependerá de la información que se acumule y su implicancia sobre la inflación proyectada."

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17:00 horas.

JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Vicepresidente

VITTORIO CORBO LIOI
Presidente

MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Consejero

ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero

ALBERTO ARENAS DE MESA
Ministro de Hacienda Subrogante

JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR
Ministro de Fe Subrogante