



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

Asisten también:

Gerente General Interino, don Leonardo Hernández Tagle;
Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldívar;
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;
Gerente de División Operaciones Financieras, don Esteban Jadresic Marinovic;
Gerente de División Política Financiera, don Luis Óscar Herrera Barriga;
Gerente de Investigación Económica, don Klauss Schmidt-Hebbel Dunker;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Igal Magendzo Weinberger;
Gerente de Información e Investigación Estadística,
don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Mercados Financieros Nacionales, don Beltrán De Ramón Acevedo;
Gerente de Asuntos Institucionales, doña Claudia Varela Lértora;
Jefe Departamento Análisis de Coyuntura, don Enrique Orellana Cifuentes;
Asesor del Ministro de Hacienda, don Luis Felipe Céspedes Cifuentes;
Economista Senior Gerencia de Investigación Económica,
don Claudio Soto Gamboa; y
Secretario General, don Jorge Court Larenas.

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

El Presidente, señor Vittorio Corbo, suspende la Sesión a las 13:20 horas e informa que la misma se reanudará a las 16:00 horas.

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 92.

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

El señor Gerente de División mencionado informó lo siguiente:

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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



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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

El Consejero señor Enrique Marshall agradece al staff el material que preparado y las presentaciones efectuadas para esta reunión.

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

92-01-060511 – Tasa de Política Monetaria.

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

Comunicado

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

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

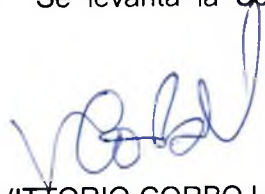
La inflación ha continuado con una trayectoria dentro de lo previsto. Las medidas de inflación anual IPC e IPCX (que excluye combustibles y perecibles) se ubican transitoriamente en la parte alta del rango meta. Por su parte, la inflación subyacente IPCX1 (que además excluye algunos servicios regulados),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

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

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



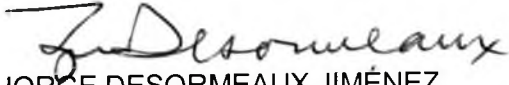
JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Vicepresidente



VITTORIO CORBO LIOI
Presidente



MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero




JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Consejero



ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero



ANDRÉS VELASCO BRAÑES
Ministro de Hacienda



JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR
Ministro de Fe (S)