



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

En Santiago de Chile, a 13 de abril de 2006, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Vittorio Corbo Lioi y con la asistencia del Vicepresidente don José De Gregorio Rebeco y de los Consejeros don Jorge Desormeaux Jiménez, don Manuel Marfán Lewis y don Enrique Marshall Rivera.

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

Asisten también:

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

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

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

Exposición

Síntesis del mes

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



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

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

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

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

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



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

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

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

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



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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

4



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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

El Presidente comenta que el Banco seguirá examinando este tema.

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

El señor Gerente de División mencionado informó lo siguiente:

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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



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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

91-01-060413 – Tasa de Política Monetaria.

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

4



Comunicado

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


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

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

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

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


JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Vicepresidente



VITTORIO CORBO LIOI
Presidente


MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero


JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Consejero


ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero


ANDRÉS VELASCO BRAÑES
Ministro de Hacienda


JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR
Ministro de Fe (S)