



ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION DE POLITICA MONETARIA N° 87
celebrada el 12 de enero de 2006

En Santiago de Chile, a 12 de enero 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 Nicolás Eyzaguirre Guzmán.

Asisten también:

Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldívar;
Gerente General Interino, don Leonardo Hernández Tagle;
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;
Gerente de División Operaciones Financieras, don Esteban Jadresic Marinovic;
Gerente de División Política Financiera, don Luis Óscar Herrera Barriga;
Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva;
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;
Gerente de Información e Investigación Estadística,
don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente de Comunicaciones, don Eduardo Arriagada Cardini;
Gerente de Mercados Financieros Nacionales, don Beltrán De Ramón Acevedo;
Asesora Macroeconómica del Ministerio de Hacienda,
doña Bernardita Piedrabuena Keymer;
Jefe Departamento Análisis de Coyuntura, don Enrique Orellana Cifuentes;
Economista Senior Gerencia de Investigación Económica;
don Claudio Soto Gamboa; y
Secretario General, don Jorge Court Larenas.

I. Fecha Sesión de Política Monetaria del mes de julio de 2006

El señor Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de julio de 2006, para el día 13 de ese mes.

El Presidente señor Vittorio Corbo señala que en esta oportunidad, como le ha informado el Gerente de División Estudios, señor Rodrigo Valdés, el Gerente de Análisis Internacional, señor Sergio Lehmann Beresi efectuará la exposición del análisis del escenario internacional y posteriormente el Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Pablo García, expondrá sobre el escenario nacional.

En consideración a lo anterior, el Presidente señor Vittorio Corbo ofrece la palabra al Gerente de Análisis Internacional, señor Sergio Lehmann Beresi.

4



II. Exposición

El Gerente de Análisis Internacional, señor Sergio Lehmann, señala que el escenario internacional se ha fortalecido, y destaca en primer lugar, los indicadores de actividad económica en los Estados Unidos de América, que se mantienen sólidos. Por su parte, en Europa, las perspectivas se han ido afirmando, especialmente por la mayor confianza de empresas y, más recientemente, alguna mejora en confianza de los consumidores. La economía japonesa, por su parte, ha mantenido una trayectoria relativamente firme y destaca, particularmente, la evolución positiva de la demanda interna.

Señala el señor Lehmann, que en China destaca la revisión del tamaño del sector servicios, que eleva el PIB en torno a 17%. Adicionalmente, agrega que se han revisado al alza las tasas de crecimiento, mientras que los indicadores de actividad mantienen un dinamismo, aunque a un ritmo algo más moderado. La proyección de crecimiento mundial para los próximos dos años se eleva a 4,5% y esto se produce, particularmente, debido al mayor crecimiento de China.

Por su parte, la trayectoria del precio del cobre se presenta más elevada de lo que se preveía hace un mes. De esta manera las perspectivas entonces son más altas, así como también para el precio del petróleo, cuya proyección se revisa al alza para el año 2006. Menciona además, que las presiones de precio en economías desarrolladas se mantienen contenidas. Las expectativas de alzas de la tasa de política monetaria en Estados Unidos de América y en la zona Euro no se han modificado. Las tasas de interés internacional de largo plazo se redujeron respecto a un mes atrás, como respuesta, principalmente, a la Minuta de la Reserva Federal que reafirma la cercanía del término de aumento de tasas; sin embargo, en los últimos días se aprecia una reversión parcial de esa caída.

Hace presente el señor Lehmann, que las tasas de corto plazo en dólares han mantenido una trayectoria al alza, esperando el próximo aumento de la tasa de política monetaria el 31 de enero, que se da prácticamente por descontado por parte de los mercados financieros.

Las condiciones financieras externas se han mantenido ventajosas para Chile bajo este escenario.

Los riesgos, por su parte, se han atenuado respecto del IPoM de septiembre y se mantienen similares respecto de un mes atrás. Sin embargo, el balance en términos de riesgo continúa siendo negativo. En primer lugar se podría enfrentar un deterioro de las condiciones financieras internacionales. Ello podría producirse ante la aparición de presiones inflacionarias en países desarrollados, que llevará a un proceso de aumento de tasas algo más acelerado. Asimismo, existe el riesgo de un alza inesperada y abrupta de tasas de interés de largo plazo y de *spreads*, que han mantenido una trayectoria global más bien a la baja. Tampoco puede descartarse un ajuste desordenado en el desbalance de gastos en Estados Unidos de América, que llevan aumentos significativos e inesperados en las tasas de interés y depreciación del dólar.

Por su parte, el elevado precio del petróleo se mantiene como riesgo sobre crecimiento aun cuando, tal como se señalaba al principio, se ve algo más atenuado. Adicionalmente la trayectoria de precios podría alcanzar niveles más altos de los que se han considerado. Agrega el señor Gerente, que se contempla también como riesgo un descenso de precios de activos inmobiliarios en Estados Unidos de América. Ellos ya han comenzado a mostrar una caída en el margen, y esto podría tener un efecto negativo sobre consumo y crecimiento, particularmente en Estados Unidos de América.



Señala que el actual escenario en algunas economías de América Latina pone una nota de cautela respecto de sus perspectivas hacia el futuro, y finalmente, existe el riesgo de efectos negativos de la gripe aviar sobre crecimiento, especialmente en Asia, aun cuando la magnitud y el efecto propiamente tal, resulta todavía desconocido.

Respecto a los Estados Unidos de América, los indicadores de confianza de consumidores han mantenido niveles positivos. Respecto al empleo, señala que éste ha mantenido una trayectoria positiva, destacando la creación de nuevos puestos de trabajo, que continúa siendo favorable. Asimismo, las solicitudes de beneficio de desempleo han mostrado una trayectoria en los últimos meses más bien hacia la baja. El ISM, índice gerentes de compra, por su parte, se ha mantenido positivo, particularmente alto en el caso del sector servicios. Respecto a producción industrial y ventas minoristas, los indicadores se han mantenido también en la zona de expansión. En el caso de ventas minoristas, excluido autos, se ve una baja en el margen, pero de todas maneras la lectura de los mercados ha sido más bien positiva. Respecto a balance fiscal, se visualiza una mejoría en los últimos meses, no obstante la cuenta corriente ha mantenido una trayectoria negativa, alcanzando a niveles por sobre el 6% del PIB. Ello revela que el grueso del desbalance vendría por el lado del sector privado.

Respecto a la zona Euro, la confianza de consumidores comienza a mostrar una trayectoria favorable, aunque todavía se mantienen en el terreno negativo. Respecto al clima de negocios, tanto en Francia como en Italia y Alemania se ve una trayectoria positiva. En relación al Índice de Gerentes de Compra, tanto de los sectores manufacturero como de servicios, el desempeño ha sido favorable. Señala que estas noticias hacen prever un escenario para Europa en 2006 algo mejor respecto de 2005.

Respecto a Japón, en términos de actividad industrial y exportaciones, los indicadores son positivos; las exportaciones han retomado una trayectoria dinámica, creciendo sobre 10%, y la producción industrial también presenta cifras favorables después de caídas durante la primera mitad de 2005. Respecto al mercado laboral en Japón, la tasa de desempleo ha mantenido una trayectoria hacia la baja. En relación a expectativas de negocios, el Indicador Tankan muestra que las perspectivas han ido mejorando y se mantiene positivo, el balance de los optimistas sobre los pesimistas, el que se encuentra en niveles de 20%. El Índice de Gerentes de Compra también ha mostrado una trayectoria positiva, que se extiende desde inicios del 2004. Respecto a China, señala el señor Gerente que se ven tasas de crecimiento bastante elevadas, en particular para producción industrial e inversión en activos fijos. Si bien en ambos casos se trata de tasas de crecimiento de dos dígitos, se han estabilizado en los últimos meses, dando cuenta de alguna moderación de la expansión en China. Las ventas minoristas también se han estabilizado en términos de su crecimiento, en cifras sobre 10%, y la inflación, que en algún momento fue una preocupación, particularmente a mediados del año pasado, ha mostrado una trayectoria a la baja y hoy día se sitúa bajo 2%. En términos de proyecciones de crecimiento, como señaló en los puntos destacados, las revisiones han sido positivas. Para 2006 se esperaba un crecimiento de 4,4% hace un mes atrás, hoy día se espera un 4,5%. También se ha revisado el crecimiento del año 2005, y esto obedece fundamentalmente al mayor crecimiento esperado de China. Señala el señor Lehmann que se esperaba un crecimiento de 9,3% para esta economía en 2005, y finalmente habría sido un 9,8. Se revisó la serie de PIB para China, desde el año 90 a la fecha, llevando a un promedio para el período 90-99 de 10%, algunas décimas por sobre lo que se registraba anteriormente. Para este año, indica que se está esperando un crecimiento de China de 9%, a la luz de la dinámica que exhibe la economía, algo más acelerada de lo que se contemplaba. Respecto al mercado del cobre, se aprecia que los futuros para los próximos meses se han movido al alza. Los inventarios continúan en niveles mínimos históricos. De acuerdo a esto, se han modificado las proyecciones para el precio de cobre, cinco centavos más de lo que se preveía hace un mes atrás, situándolo en 170 centavos de US\$/libra. Para el próximo año, señala el señor Gerente, se contempla un ajuste en la misma dirección, es decir, cinco centavos más. El promedio efectivo a la fecha durante el año se ubica en torno a 210 centavos de dólar la libra. Indica que algunos bancos de inversión



han comenzado, a la luz de los desarrollos recientes, a hacer revisiones en sus proyecciones. Si bien por ahora las perspectivas que se presentan aparecen algo más optimistas que la de algunos bancos de inversión, ello se debe a que aún no han completado sus revisiones. En particular, se espera que COCHILCO modifique su proyección en los próximos días. Señala que si bien todos los metales han mostrado trayectorias al alza en los últimos meses, en el caso del cobre ha sido particularmente importante. Ello se debería, fundamentalmente, a una respuesta de la oferta más baja de lo que se esperaba.

Hace presente que el precio del molibdeno, que alcanzó niveles récord hacia mediados del 2005, ha mostrado una trayectoria más bien hacia la baja durante este año, y hoy día se sitúa en torno a US\$ 23 la libra. Su evolución ha estado relacionada con la demanda proveniente de China. Respecto del precio del petróleo, también se aprecia un desplazamiento hacia el alza en la curva de contratos futuros. En términos de perspectivas, se mantiene una visión de relativa estabilidad. Sin embargo, indica que, dados los niveles que ha alcanzado el precio spot, esto ha llevado a revisar la proyección que para este año se sitúa en promedio en US\$ 59 el barril; para el 2007 se está previendo US\$ 50 por barril, sin modificación respecto a lo previsto hace un mes atrás. Agrega, que el promedio efectivo a la fecha está en US\$ 63,5 el barril.

Menciona los inventarios de petróleo se han mantenido en niveles adecuados, en particular el Heating Oil, combustible especialmente relevante durante el invierno del hemisferio norte.

En términos de inflación en Estados Unidos de América, se aprecia que tras alcanzar niveles sobre 4% hace algunos meses atrás, ha tendido a caer. En cualquier caso, las medidas *core*, tanto de IPC como PCE, se han mantenido estables en torno a 2% en 12 meses. En el caso de la zona Euro, se observa una situación similar; la inflación alcanzó niveles sobre 2,5% hace algunos meses atrás y ha tendido a caer posteriormente. La medida *core* también se ha mantenido estable, en este caso por debajo de 1,5% en 12 meses.

En el caso de las tasas de interés de largo plazo, los niveles en los casos de Estados Unidos de América, zona Euro y Japón se muestran relativamente estables en el último mes.

En cuanto a la evolución de paridades, se ha visto en el margen una depreciación del dólar con respecto del euro y del yen. En el caso de las monedas exportadoras de commodities, se ha visto una relativa estabilidad, mientras que en el caso de América Latina, las monedas exhiben una apreciación marginal durante el último mes.

El premio por riesgo de economías emergentes, medido por el EMBI Global, se ha mantenido estable en el último mes. En el caso de Chile, se tiene que el spread ha mostrado más bien una tendencia al alza, aunque bastante marginal. Si se excluye el bono Codelco, que agrega en torno a 12 ó 13 puntos base al EMBI de Chile, la conclusión es la misma.

En materia de movimiento de capitales hacia economías emergentes, se mantiene un flujo positivo. Ello está en línea con la búsqueda de retorno por parte de inversionistas internacionales y el mayor apetito por riesgo que exhiben, lo que ha favorecido especialmente a las economías con bajo grado de inversión.

A continuación, el Presidente señor Vittorio Corbo ofrece la palabra al Gerente de Análisis Macroeconómico.



III. Exposición

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Pablo García, señala que la evolución de la macroeconomía en los últimos meses continúa indicando que el actual ciclo económico expansivo no ha comprometido la estabilidad de precios. Por su parte, la actividad, el gasto y el empleo siguen creciendo, y la tendencia inflacionaria y las expectativas de inflación, tras subir luego del incremento del precio de los combustibles en los meses recientes, han vuelto a 3%. Los mercados financieros han reflejado la gradual normalización de las condiciones monetarias. También en los últimos meses se dio un fortalecimiento significativo del peso, más allá de lo que indican sus determinantes de largo plazo. En su conjunto, los desarrollos recientes no producen perturbaciones significativas en las perspectivas de tránsito gradual hacia un crecimiento de tendencia, con una inflación proyectada en torno a la meta y una normalización de la política monetaria.

Señala el señor García, que las perspectivas para la economía internacional han mejorado en los últimos meses. El crecimiento global se ha fortalecido, al igual que los términos de intercambio gracias a que el precio del cobre se mantiene en niveles récord. El precio del petróleo se ha situado algo por sobre US\$ 60 el barril, por debajo de los elevados niveles vistos hacia fines de agosto por el impacto de los huracanes en el Golfo de México. Los incrementos de la inflación en las principales economías desarrolladas han mostrado hasta ahora un carácter transitorio, asociado al comportamiento de los combustibles, mientras las condiciones financieras para economías emergentes se mantienen favorables. Los bajos niveles de los premios soberanos han amortiguado, en parte, el impacto de aumentos medidos de tasas de interés en las economías desarrolladas.

Hace presente el señor García, que hacia el mediano plazo, más allá de este año, se sigue esperando una normalización de las extraordinarias condiciones externas actuales. Los términos de intercambio deberían caer gradualmente a medida que se atenúe el ciclo favorable del precio del cobre y las condiciones monetarias externas continúen normalizándose.

También indica, que en el país, luego de un período relativamente prolongado en que las tasas de interés de mercado se mantuvieron bajas, se ha observado un ajuste al alza. Las perspectivas de una subida transitoria de la inflación, los incrementos más recientes de la Tasa de Política Monetaria y el aumento de las tasas de interés externas, generaron un incremento de las tasas de mercado de los títulos de mediano y largo plazo emitidos por el Banco Central de Chile, en particular de los reajustables. En las últimas semanas, este efecto se atenuó gracias al impacto de los bajos registros inflacionarios recientes, una mayor normalidad en el precio internacional de los combustibles y la sorpresiva apreciación del peso, en las expectativas de inflación.

El costo del financiamiento hipotecario como del que enfrentan las empresas ha comenzado a reflejar el desplazamiento al alza de la estructura de tasas de interés de los últimos meses. Las tasas de interés de los créditos hipotecarios han aumentado, al igual que las de los créditos comerciales. Las condiciones de financiamiento no bancario para las empresas, aunque aún favorables, reflejan el alza de las tasas de interés de mediano y largo plazo. Esto se aprecia en el comportamiento general del mercado bursátil en el cuarto trimestre del año pasado y en el ritmo de colocación de bonos corporativos.

No obstante lo anterior, señala el señor Gerente referido, que la política monetaria sigue siendo expansiva. La Tasa de Política Monetaria se encuentra aún por debajo de los niveles considerados neutrales, lo que se refleja también en la trayectoria esperada de la Tasa de Política Monetaria que se deduce de la estructura de tasas de interés. Por otro lado, el crédito a personas y empresas sigue expandiéndose con vigor y, el crecimiento anual de los distintos agregados monetarios ha vuelto a incrementarse.

4



El peso se ha apreciado de manera significativa, tanto en términos reales como nominales, desde el cierre del último IPoM. En ello ha incidido los mejores términos de intercambio, así como la liquidez y el alto apetito por riesgo en los mercados internacionales. Con esto, el peso se ubicaría en niveles más apreciados que los que se obtienen de varias estimaciones para el tipo de cambio real coherente con sus determinantes fundamentales de largo plazo, en particular el precio del cobre. Con una política fiscal menos austera, la apreciación del peso habría sido mayor. Agrega, que como supuesto metodológico para las proyecciones de este IPoM, se considera que el peso en términos reales se depreciará moderadamente en el horizonte de proyección, en línea con el escenario base de normalización de las condiciones externas.

Por otro lado, menciona que la demanda interna ha continuado creciendo con vigor, en especial su componente importado. El consumo ha seguido siendo poco sensible al mayor precio de los combustibles, probablemente por la combinación del favorable entorno para el financiamiento de los hogares y el dinamismo del empleo. Las compras durables tienen un ritmo de crecimiento significativo, al que, además de los factores previos, ha contribuido la apreciación del peso.

El dinamismo de la formación bruta de capital fijo volvió a sorprender en el último trimestre de 2005. Sin embargo, excluyendo hechos puntuales ligados a la internación de material de transporte, las importaciones de bienes de capital se han mantenido estables en niveles más altos que los previstos, lo que de todas formas modifica levemente al alza el crecimiento de tendencia para el 2006.

El incremento de la inversión, fundamentalmente en bienes de capital importados, y la caída del ahorro privado, asociado al fuerte incremento del consumo durable en su mayor parte también importado, sugiere que hogares y empresas están aprovechando las actuales circunstancias para acercar los stocks de capital y de durables a niveles deseados. Como esto sería un fenómeno que se produciría de una sola vez, es congruente con la ampliación del déficit privado y la percepción que la reciente apreciación real del peso tiene algún grado de transitoriedad.

Señala el señor García, que el volumen de exportaciones retomó su tendencia de crecimiento anual, tras la desaceleración puntual de algunos envíos industriales en el tercer trimestre de 2005. Durante el año recién finalizado el volumen de las exportaciones mineras cayó, esperándose una reversión solo gradual para los próximos años, a medida que se incorporen nuevos proyectos en la minería del cobre. Las importaciones, en tanto, han reflejado las tendencias de la demanda interna.

Se estima que la cuenta corriente cerró el año 2005 con un leve déficit. Medida a precios de tendencia para los principales productos de importación y exportación, y con tasas de interés externas más cercanas a sus valores de largo plazo, la cuenta corriente tendría un déficit algo mayor a 2% del PIB. Detrás del saldo balanceado de la cuenta corriente existe un comportamiento marcadamente disímil entre el sector público y el privado. El primero, acumulará un superávit algo superior a 4% del PIB, y el segundo un déficit de magnitud similar. Así, el sector privado ha acomodado, en parte por la vía del endeudamiento, el efecto real sobre su ingreso disponible derivado de las sustanciales alzas del precio del petróleo. Este proceso no se estaría acentuando, esperándose, por el contrario, que la demanda interna comience a desacelerarse en el curso del primer semestre de este año.

Hace presente el Gerente de Análisis Macroeconómico, que con la información disponible, que incluye tres décimas de mayor PIB por revisiones en el sector de comunicaciones, se estima que la actividad habría crecido 6,3% en el 2005, esperándose para el 2006 una convergencia gradual hacia una expansión de tendencia, llegando a un crecimiento de entre 5¼% y 6¼%. Este patrón de crecimiento agregado responde al desarrollo natural del ciclo económico luego de ocho trimestres de expansión.



La productividad del trabajo se mantuvo estable en el segundo semestre de 2005, tras el importante incremento de principios del año pasado. Las remuneraciones nominales crecen en torno a 6% anual, con lo que los costos laborales unitarios aumentan en el margen más que la inflación subyacente. Más allá del componente pasajero que ello posee por el patrón de la actividad y la expansión que sigue mostrando el empleo asalariado, el escenario de mayores costos es cualitativamente congruente con lo proyectado en IPoM previos, siendo uno de los factores que subyacen tras la normalización de la inflación de tendencia.

Los vaivenes de los precios de algunos productos perecibles han inducido un alto grado de volatilidad en la inflación en el último tiempo. Indica el señor García, que tras un aumento significativo en parte del tercer y cuarto trimestre, se observa una normalización de estos precios, que llevaría a variaciones anuales negativas de ellos dentro de un año.

En el escenario central de proyección, en la medida en que las holguras de capacidad se copen —lo que ya podría estar ocurriendo en algunos sectores—, se espera una inflación subyacente mayor que en los últimos dos años, algo por sobre 3%. Esto último sería transitorio y vinculado esencialmente al ciclo económico y, en menor medida, al efecto pasajero del mayor precio del petróleo. En cambio, la inflación anual del IPC debiese ubicarse por debajo de 3% por varios trimestres de este año y el próximo, incluso cerca de 2% en meses puntuales, producto del cambio de base de comparación por los elevados precios de los combustibles y los perecibles durante parte de 2005. Este escenario es congruente con el supuesto metodológico de que durante los próximos trimestres la normalización de la política monetaria procede a un ritmo comparable al implícito en los precios de activos financieros durante las últimas dos semanas. Esta velocidad es además inferior a la que se observó en la segunda mitad del año pasado.

Las distintas medidas de expectativas de inflación han caído de manera importante, tras aumentar por la incertidumbre asociada a la persistencia y propagación del alza del precio de los combustibles y de bienes perecibles. Ello tiende a confirmar el escenario previo, donde el efecto inflacionario del mayor precio de los combustibles es pasajero y la inflación converge a 3% en un horizonte de 12 a 24 meses.

Por el lado de los riesgos internacionales, señala el señor García que parece menos probable un deterioro abrupto de las condiciones financieras globales, por mayores presiones inflacionarias en países desarrollados, o por alzas inesperadas de las tasas de interés de largo plazo y de los premios soberanos. El financiamiento del déficit de la cuenta corriente de Estados Unidos de América aparece ahora como más sostenible, apoyado por un mercado financiero bien desarrollado y abundantes recursos provenientes, en su mayoría, de países exportadores de productos básicos y de Asia. En la medida en que la economía estadounidense siga con un alto dinamismo, se reduciría la probabilidad de un ajuste abrupto y desordenado del desbalance global de gastos. Por otro lado, indica, que no se puede descartar que el favorable ciclo del precio del cobre se prolongue y se acentúe más de lo estimado. Menciona también, que siguen presentes los riesgos globales geopolíticos y de terrorismo, no descartándose efectos negativos de la gripe aviar en el crecimiento, especialmente de Asia.

El alto precio del petróleo y sus posibles consecuencias mantienen riesgos a la baja sobre la actividad mundial, y tampoco se descarta que dicho precio pueda ser mayor al actual. En Estados Unidos de América, la corrección del precio de los activos inmobiliarios podría mermar su consumo y restar dinamismo a la economía mundial. Los mercados muestran cierta cautela respecto de las perspectivas económicas para la región, lo que en algunas economías ha generado incrementos del premio soberano y un deterioro de variables financieras.

Hace presente el Gerente mencionado, que internamente, los riesgos de menores presiones inflacionarias se relacionan con la incertidumbre de si la aceleración de la inflación del IPCX1 de los trimestres recientes responde al cierre de holguras, acorde con el escenario central, o al

4



traspaso del mayor precio de los combustibles. Esto sólo se dilucidará con el paso del tiempo. Además, señala que no puede descartarse que la fortaleza del peso persista por más tiempo junto con favorables condiciones externas. Por su lado, los riesgos de mayores presiones de precios se relacionan con que la desaceleración de la demanda interna, que en alguna medida ya se vio a fines de 2005, no continúe. Ello conduciría a un aumento del déficit de la cuenta corriente a precios de tendencia y/o a mayores presiones sobre las brechas y la inflación.

Como siempre, menciona que existen dudas respecto de la magnitud efectiva de la actual brecha de capacidad. Sin embargo, cree que esto no parece indicar riesgos más acentuados en una u otra dirección. Así, en su conjunto, estima que el balance de riesgos tanto para la actividad como para la inflación está equilibrado.

El Presidente ofrece la palabra para comentarios.

Consulta el señor Ministro si el Banco tiene las cifras respecto de cuál es la sensibilidad que presenta la Cuenta Corriente Fiscal, respecto de las variaciones de precio del petróleo y del cobre, es decir, cuántos centavos de cobre que ingresan a la cuenta corriente compensan las alzas del petróleo.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Pablo García indica al señor Ministro que dicha información la verificará para la reunión de la tarde, sin embargo hace presente que, en el caso del cobre, la cifra tomando en cuenta todos los efectos por el lado de la balanza comercial, como por transferencias y rentas es alrededor de 40 millones de dólares por centavo.

Señala el señor Ministro que el precio del cobre ha subido por dificultad de oferta, pero que se sabe que en la curva lo que importa no solo es lo puntual sino que cuáles son las perspectivas de aumento y por lo que ha estado viendo, las expectativas de precio futuro aparecen con una gran variación. Al respecto, consulta si efectivamente la dispersión de las proyecciones es más grande que lo habitual, o sea, si hay mucha incertidumbre de reacción de oferta y en qué escenario nos vamos a manejar a futuro.

Responde el Gerente de Análisis Internacional, que ha escuchado también cifras en torno a US\$ 3 la libra para el precio del cobre. Ahora, en términos de perspectiva de producción, señala que ahí es bastante más acotado, se espera un incremento de la oferta de aproximadamente 5% para este año. En general, estas proyecciones no están demasiado alejadas respecto a los valores efectivos, tal vez la incertidumbre viene fundamentalmente por el lado de la demanda que se espera crezca algo por debajo de esa oferta 4% y eso da sustento a pensar más bien que el precio del cobre debería tender hacia la baja a futuro, y que por lo tanto, pensar en cifras en torno a US\$ 3 le parece, a la luz de estos antecedentes, un poco outlier.

El Presidente señor Vittorio Corbo, señala que la pregunta específica es qué pasa con la distribución de las proyecciones.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que en el mercado futuro hay agentes que están colocando dinero y ello si bien no da una muestra de dispersión, que es la pregunta del señor Ministro, sí es cómo el promedio de los agentes que sí están dispuestos a apostar.

El señor Ministro de Hacienda consulta por qué el promedio de los futuros para 2006 está en 195 y mucho más arriba que las proyecciones. Señala que también ocurre lo mismo el 2007 y se pregunta si la razón es que existe un premio por riesgo.



El Gerente señor Lehmann indica que efectivamente hay elementos de premio particularmente influenciados por el precio spot. Agrega, que la Gerencia efectuó un estudio respecto a la capacidad predictiva del precio futuro y en general en el corto plazo son buenos, pero a mediano y largo plazo, las proyecciones de los bancos de inversión y, en particular, del Banco Central de Chile resulta mejor que los precios de futuro.

El Gerente de División Operaciones Financieras señala, que también hay que tener presente que lo que entregan los agentes, generalmente se entiende como una proyección respecto al escenario central más probable, en cambio el futuro puede ser más bien entendido como un promedio en valor esperado de distintos escenarios, y lo que suele ocurrir en el caso del mercado del petróleo es que hay escenarios de precios muy altos, con una baja probabilidad, que tienden a producir que ese promedio del valor esperado sea más alto que la proyección para el caso más probable y ello es una fuente adicional que suele llevar a que el futuro esté por arriba de las proyecciones de los agentes.

El Presidente señor Vittorio Corbo, comenta que otro aspecto que debe tenerse en cuenta es que también las fechas son muy distintas en todas esas proyecciones y no se actualizan con la misma frecuencia.

El Gerente señor Lehmann señala que respecto a la inflación en Japón, no hay mayores novedades, salvo que el IPC *core* ha empezado a mostrar algunas cifras positivas en los últimos meses, lo que es una buena noticia a la luz de una demanda interna algo más fuerte y en el caso de tasas de política monetaria se ve que los cambios respecto a un mes atrás son bastante marginales, y que las expectativas respecto a cuál va a ser la tasa los próximos meses no ha cambiado en nada sustancial.

El señor Ministro consulta qué sucede con el petróleo, que parece estar bajo el *core*.

Responde el señor Lehmann, señalando que en el caso de Japón, hay una definición respecto a *core* que no es equivalente a la que se conoce o a la de Estados Unidos de América, ya que ellos incluyen, dentro de la inflación *core* los combustibles. Hay una lectura del IPC *core* Japón que, incluyendo combustible, está en el rango positivo.

En relación al impulso monetario, el señor Ministro consulta cuál es la medida de tasa neutral consistente con el crecimiento potencial. El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor García señala que el crecimiento de tendencia que tenemos implícito en nuestras proyecciones es un 5%. La tasa neutral para la tasa corta, en un horizonte de 24 meses, es 6,5% nominal, es decir, un 3,5% real. En consecuencia, tenemos una tasa real corta neutral de 3,5% y un crecimiento de tendencia que es 5%. El Consejero señor Manuel Marfán, señala que la tasa de interés real que equilibra la balanza de pagos no tiene por que ser la misma tasa de interés real que permite converger el crecimiento.

El Consejero señor Manuel Marfán, en relación al escenario de crecimiento para el PIB de demanda agregada, señala que, para el año 2005, le parece que el crecimiento de maquinaria y equipo importado es demasiado alto; también los bienes de consumo durables, preferentemente importados, han sido muy dinámicos. Consulta, para tener una noción del orden de magnitud de este crecimiento, cuál es la estimación de la demanda interna no exportable del año 2005. El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Pablo García señala, que en la cifra de 11,1% hay cinco puntos que pueden ser demanda interna doméstica y seis puntos aproximadamente que son demanda interna exportada.



El Consejero señor Marfán se refiere a que su consulta dice relación con un problema de causalidad, ya que el Banco hace política monetaria porque afecta la demanda agregada, lo que a su vez afecta el crecimiento, en la medida que esa demanda se traduzca en mayor requerimiento de bienes y servicios producidos nacionalmente. En su opinión, si esa mayor demanda agregada se está destinando preferentemente a bienes de capital importado y a bienes de consumo durable también importados, entonces no necesariamente se va a traducir en un crecimiento.

El Presidente, señor Vittorio Corbo, suspende la Sesión a las 13:30 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° 87.

El señor Presidente señala que antes de pasar a las Opciones de Política Monetaria, el señor Gerente de Análisis Macroeconómico dará respuesta a la consulta que efectuara el señor Ministro en la reunión de la mañana, en cuanto al impacto del precio del petróleo en la cuenta corriente fiscal. Al respecto, el citado Gerente señala que un dólar de precio del petróleo tiene un impacto entre 70 y 100 millones de dólares; y agrega, que en el caso de precio del cobre, un centavo de dólar implica alrededor de 60 millones de dólares en la cuenta corriente.

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

El señor Gerente de División mencionado informa lo siguiente:

1. En la reunión de política monetaria de diciembre, el Consejo decidió mantener la tasa de interés en 4,5% anual. En esa decisión se consideró que, si bien el entorno externo relevante para la economía chilena seguía siendo muy favorable, la expansión reciente de la actividad era menor que en meses pasados, mientras la inflación anual del IPC y su proyección de corto plazo descendían, influidas por la rápida normalización del precio de los combustibles y la significativa apreciación del peso. Se justificó esta pausa en la trayectoria de normalización de la política monetaria por las noticias de actividad, tipo de cambio y precios, y sus implicancias sobre la trayectoria esperada de la inflación.
2. Hace presente el señor Valdés, que las principales novedades desde la última reunión son las siguientes: El panorama externo se mantiene muy favorable, especialmente por la persistencia del elevado precio del cobre, el afianzamiento de proyecciones de crecimiento robusto de la actividad mundial y convenientes condiciones financieras para países emergentes. No obstante, en los últimos días el precio del petróleo ha vuelto a aumentar.
3. En el país, señala que luego de algunos meses en que la actividad tuvo una desaceleración, los datos más recientes apuntan que este fenómeno habría tenido un importante componente transitorio. En efecto, liderado por un repunte de la industria, la estimación de crecimiento del cuarto trimestre de 2005 aumentó medio punto, con lo que el crecimiento del año habría sido 6,3%.
4. La tasa anual de generación de empleos volvió a disminuir, e incluso el empleo desestacionalizado cayó en los últimos meses, aunque explicado por el comportamiento del componente por cuenta propia. El empleo asalariado, por el contrario, sigue

4



creciendo con fuerza. La tasa de desempleo desestacionalizada tuvo un leve aumento luego de la sostenida caída que exhibió desde octubre de 2004. La tasa de crecimiento de los costos laborales unitarios sigue aumentando, reflejando tanto el efecto de la mayor inflación de los últimos meses como el de una menor expansión de la productividad.

5. Las condiciones financieras en Chile se mantienen considerablemente expansivas. De hecho, la ya alta tasa de crecimiento del crédito continúa aumentando, en particular los préstamos a empresas, mientras el crecimiento de los agregados monetarios ha vuelto a repuntar, en especial el del M1A. Luego de la significativa apreciación de noviembre, el peso ha mostrado una leve depreciación respecto del dólar (equivalente a 1,5% en los tres días previos a cada reunión). Aun así, en términos reales continúa por debajo de varias proyecciones de largo plazo coherentes con términos de intercambio normales.
6. La inflación del IPC y la de las medidas subyacentes IPCX e IPCX1 fueron similares a lo proyectado hace un mes. La tendencia inflacionaria y las expectativas de inflación a plazos más largos están en línea con el centro del rango meta.
7. Las proyecciones preparadas para el *Informe de Política Monetaria* de enero consideran que, luego de un repunte adicional, el crecimiento de la actividad gradualmente converge al del PIB de tendencia. A su vez, la inflación subyacente mostraría un aumento transitorio y acotado durante los próximos dos años, mientras la inflación del IPC disminuiría hacia el centro del rango meta, ayudada por la baja esperada del precio de los combustibles, con algunos vaivenes que reflejan el efecto de bases de comparación. Señala el señor Gerente de División Estudios, que todo esto ocurre bajo el supuesto de normalización gradual de la política monetaria y de las condiciones externas, así como de una moderada depreciación del peso en términos reales. En concreto, indica que se proyecta un crecimiento del PIB de 5,8% para el 2006 y una inflación promedio de 3,2% el 2006 y 2,8% el 2007.
8. Con los antecedentes disponibles, y al igual que el mes pasado, las opciones que le parecen más plausibles son mantener la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual o aumentarla en 25 puntos base.
9. Señala, que ambas opciones son coherentes con el escenario central de proyecciones que incluye, como supuesto de trabajo, entre cuatro y cinco alzas de la Tasa de Política Monetaria durante los próximos doce meses. Indica, que tanto una pausa como un incremento en esta oportunidad permiten implementar esta trayectoria. Por lo mismo, no le parece que exista un argumento categórico a favor de una u otra opción.
10. Por un lado, al igual que el mes pasado, se puede argumentar a favor de aumentar la Tasa de Política Monetaria considerando (i) que todavía está por debajo de niveles de tasas que se evalúan como neutrales; (ii) que la economía ya no requiere de un impulso importante y (iii) la conveniencia de realizar este ajuste de manera gradual. La evaluación actual de que las brechas de capacidad están en proceso de coparse, la tendencia inflacionaria se encuentra en torno a 3% y el crecimiento de los costos laborales unitarios continúa marchando hacia los niveles coherentes con la meta, constituyen, en su opinión, argumentos que apoyan la idea de que la economía no requiere de un estímulo especial.
11. En esta oportunidad, además, el argumento de llevar la política monetaria hacia la neutralidad ha cobrado algo más de importancia debido al robusto comportamiento reciente de los agregados monetarios y del crédito. Ello da cuenta del riesgo de que la política monetaria esté siendo más expansiva de lo supuesto en el escenario central. Señala que a esto se agrega el riesgo de que una segunda pausa se entienda como un



cambio significativo en la trayectoria de tasas, aplanando la curva de rendimiento, o que sea difícil de entender, ya que solo algunos días después se darán noticias de que la economía habría superado los cálculos de los analistas para el 2005.

12. Otro riesgo que podría justificar un aumento de la Tasa de Política Monetaria es el nivel que ha alcanzado el precio del petróleo en los días recientes y, especialmente, la posibilidad de que no se materialice la disminución de precios supuesta en el escenario central de proyecciones.
13. Por último, señala que cabe mencionar que el cambio de ritmo de ajustes desde cinco alzas consecutivas, seguidas de dos pausas es difícil de explicar, e incluso podría entenderse como una sobre-reacción del Banco Central de Chile a noticias transitorias, cuando el escenario macroeconómico parece no tener mayores modificaciones. Cree el señor Valdés, que se debe recordar, sin embargo, que en el ínterin sí se enfrentó un *shock* de precios específicos, que tuvo algún impacto en las expectativas de inflación y que hizo recomendable una disminución más rápida del impulso monetario. Le parece que los ajustes pasados son precisamente los que posibilitan hoy ajustes más graduales.
14. Por otro lado, estima que a favor de la mantención se puede argumentar que el propio ritmo de ajustes previsto en el escenario central de proyecciones y por el propio mercado para los siguientes meses, supone algunas pausas consecutivas. Una en esta reunión, por lo tanto, no implica ajustes futuros más rápidos ni eleva la inflación proyectada por sobre el centro del rango meta.
15. Cree que mantener la tasa también permite esperar que se tenga más información, de manera de corroborar que la desaceleración del tercer trimestre y el mes de octubre fue efectivamente transitoria. Señala el señor Gerente de División Estudios, que hasta ahora se tiene sólo un mes de datos coherentes con este diagnóstico y podría valorarse tener más información al respecto. La solidez del gasto interno, por su parte, se ha orientado básicamente a mayores importaciones de bienes durables y maquinaria y equipos, por lo que no ha tensionado la capacidad productiva.
16. Finalmente, estima que si bien el tipo de cambio ha mostrado una depreciación marginal en los últimos días, se mantiene por debajo de los valores supuestos para las proyecciones. Ello abre la posibilidad de que la fortaleza del peso sea más persistente y el riesgo de que las presiones inflacionarias sean algo menores que las consideradas en el escenario central. Además, en la medida en que se evalúe que el nivel que ha alcanzado el tipo de cambio puede reflejar algún grado de sobre-reacción, y ésta tiene consecuencias negativas para la economía, existiría a su juicio, otra justificación para mantener la Tasa de Política Monetaria en esta oportunidad.
17. Hace presente el señor Valdés, que para esta reunión las expectativas del mercado están inusualmente divididas, aunque se inclinan algo más a un alza que a una mantención. Ello implica que cualquiera sea la decisión, ésta a su parecer debería tener algún efecto en los precios financieros, situación que se podría moderar a través de la redacción del comunicado.

El Presidente ofrece la palabra para los comentarios de los participantes.

El Gerente de Investigación Económica, señor Klaus Schmidt-Hebbel, señala que, en relación a la reunión de diciembre de 2005 se han observado novedades significativas. Primero, en las condiciones externas, se revisó al alza el crecimiento mundial y de los socios comerciales; segundo, aumentó el precio de los dos *commodities* más importantes para Chile;

4



tercero, se redujo el costo del financiamiento externo en forma importante, reflejado en el traslado casi horizontal de la curva de rendimiento de Estados Unidos de América y de la zona Euro, de entre 30 puntos base y 50 puntos base. Respecto de segundos momentos o riesgos externos, disminuyó el riesgo de aterrizaje brusco de los mercados financieros internacionales, por el déficit en cuenta corriente de los Estados Unidos de América, y, no obstante el alza de las proyecciones del nivel del precio del cobre para 2006-2007, existe un mayor riesgo de adicionales alzas futuras. Estas novedades externas se complementan con similares novedades positivas en lo interno. Primero; se deshizo el temor de una caída brusca en actividad y crecimiento, vale decir, ahora se percibe que el "soft patch" en crecimiento agregado e industrial tuvo un componente temporario más elevado de lo anticipado previamente, lo que quedó parcialmente reflejado en un alza en la proyección de crecimiento para el cuarto trimestre de 2005, desde un 5,1% a un 5,6%. Con ello se reafirma la proyección de crecimiento para 2006, en una estimación punto de 5,75% (en el IPoM). Estas estimaciones y proyecciones del PIB efectivo, consistentes con una proyección de crecimiento del PIB potencial en torno a 5%, implican que la brecha de producto se está tornando de negativa a positiva (en el algún momento de 2006), a un ritmo de un punto porcentual por año. Segundo; se agrega la depreciación del TCR efectivo de 2,8% (no obstante los continuos aumentos en el precio del cobre durante el último mes) desde la última Reunión de Política Monetaria. Tercero; hace presente la sorpresa de incrementos inesperados en el volumen de ventas de viviendas. Cuarto; siguiendo meses anteriores de sorpresas en la misma dirección, nuevamente los agregados crediticios y los agregados monetarios presentan tasas de crecimiento inesperadamente elevadas, lo que constituye condiciones monetarias muy expansivas por el lado de los *quántum*, que complementan los condiciones también muy expansivas por el lado de los precios financieros y las tasas de interés, que contribuirán a sostener un fuerte crecimiento del gasto agregado en el 2006. Quinto; agrega, que las proyecciones de inflación para el horizonte de política son – en promedio y para las distintas medidas del IPC total y subyacente en distintos plazos – muy cercanas a 3%, proyecciones que son consistentes con el alza en la tasa de política monetaria desde el nivel de esta mañana, en 4,5%, hasta un 7,3% en el año 2008. Sexto; las proyecciones de corto y mediano plazo de medidas alternativas de inflación están en un rango entre 2,8% a 4,5%. Séptimo; se mantiene (no disminuye) la significativa tasa de crecimiento del empleo asalariado, no obstante la caída del empleo por cuenta propia, pero este guarismo, consensuadamente se está descontado por el alto componente de ruido que presenta esta variable. Al mismo tiempo se observa un aumento del costo de la mano de obra a aproximadamente 6%, sin precedentes en los últimos 6 a 7 años. Finalmente, señala que se han observado aumentos en distintas medidas de expectativas de inflación y compensaciones por inflación, incluyendo las observadas en las últimas 48 horas, hacia niveles que están convergiendo, desde abajo, nuevamente al 3%.

Indica, que cabe consignar que todavía la distancia entre la tasa de política monetaria actual y la tasa de política monetaria neutral estimada por el Banco excede de 250 puntos base, en una coyuntura en la cual la distancia entre el producto efectivo y el potencial es cercana a cero. Señala el señor Gerente de Investigación Económica, que el escenario central de proyecciones del Banco Central (reflejado también en el IPoM), supone un alza de 127 puntos base en la tasa de política monetaria, entre el primer trimestre de 2006 y el primer trimestre de 2007, lo que implica exactamente cinco alzas en la tasa de política monetaria en los siguientes doce meses, incluyendo la eventual decisión que se adopte en esta reunión. La proyección anterior se puede comparar con la tasa *forward* a 12 meses, cuyo último valor (6-10 de enero) está en un valor de 5,97%, lo que supone seis alzas de tasas en los siguientes doce meses, incluyendo la decisión que eventualmente se tome en esta ocasión.

Finalmente le parece muy importante señalar que, después de una sucesión de cinco alzas de la tasa de política monetaria hasta el mes de noviembre 2005, se hizo una pausa en diciembre de 2005. Seguir ahora con una segunda pausa implicaría transmitir al público y a los mercados que el escenario central y las novedades han empeorado significativamente o transmitir la información que el Banco Central ha cambiado su función de

4



política monetaria. Además, una segunda pausa en la normalización de la política monetaria sería inconsistente con las expectativas mayoritarias del mercado. Concluye el Señor Schmidt-Hebbel manifestando que, a la luz de lo expuesto, es aconsejable que se proceda a un alza de 25 puntos base en la tasa de política monetaria.

El Gerente de División Operaciones Financieras, señor Esteban Jadresic, indica que comparte lo que señaló la Gerencia de División Estudios, en el sentido que las dos opciones relevantes son subir la tasa de política monetaria o mantenerla, lo cual también es la percepción del mercado, que está dividido entre ambas posibilidades. Por cierto estima que ambas opciones no son muy diferentes, en la medida que se comparta el criterio de que aún no se completa el proceso de normalización de la política monetaria, y que lo que falta todavía por realizar se efectuará de modo gradual.

A su juicio, un aspecto clave que ayuda a guiar la decisión que se tome es que esta ocasión significará una señal respecto al ritmo al cual se estima continuará el proceso de normalización de la política monetaria; así también una señal respecto al grado de coherencia con el cual el Banco Central va tomando sus decisiones en el tiempo. A su juicio, ambas consideraciones inclinan la balanza en el margen, y con algunos riesgos, a favor de mantener la tasa en esta oportunidad. En primer término, cree que ello es más coherente con las decisiones tomadas en la segunda mitad del año pasado, ya que hacia el tercer trimestre lo que se tenía previsto era continuar con una normalización a un ritmo de dos veces por trimestre aproximadamente, pero después hubo sorpresas inflacionarias en septiembre y octubre y, en ese contexto, se aceleró el proceso de normalización de la tasa de interés para evitar los riesgos inflacionarios y el potencial desanclaje de expectativas que eso podía ocasionar. El resultado es que ahora, después de esa política, se tiene una tasa de interés más alta que la que estaba prevista en el escenario central del IPoM pasado, y de hecho sólo falta un incremento más para llegar al 4,75%, que se suponía tendríamos en marzo próximo de acuerdo a las proyecciones. Hoy día, respecto de brechas, las proyecciones son similares en relación a las que se tenían en el IPoM anterior, de hecho algo más altas, pero muy similares. En consecuencia, cree que desde esta perspectiva, tomarse una pausa hoy es más coherente, ya que compensa el sentido del ritmo más rápido que la tasa en el segundo trimestre del año pasado.

El Gerente de Política Financiera, señor Luis Óscar Herrera, señala que concuerda también con el análisis de la Gerencia de División Estudios y también con lo que han manifestado los Gerentes que lo han antecedido. Le parece que existe un entorno externo que está afianzado y que, probablemente, va a continuar empujando el crecimiento de la economía en los próximos meses. Indica que las condiciones financieras son expansivas, la demanda interna y el producto, a pesar de que han habido aspectos contradictorios, básicamente van respondiendo de acuerdo a lo previsto. Las brechas continúan cerrándose o ya se han cerrado por completo y también una aceleración aunque leve y más lenta de lo esperado, en la inflación y en los costos laborales. En el escenario central se presentan hacia delante estas variables macro que irán convergiendo gradualmente, linealmente casi hacia su valor de equilibrio de largo plazo, pero en lo personal, piensa que esa convergencia no va a ser tan lineal ni tan gradual. Cree que el precio del cobre va a disminuir, pero sin que pueda precisarse cuándo ocurriría, y cuando ello ocurra, probablemente se producirá en forma más abrupta. Indica que, lo mismo sucede con el precio del petróleo; el tipo de cambio se ha depreciado y continuará sin saber cuándo ocurrirá eso. Probablemente, por el lado real el crecimiento de la demanda, en las condiciones actuales, tanto financieras como externas, se presenta difícil a medida que las economías han ido acumulando confianza por la trayectoria de crecimiento; que las condiciones financieras y crediticias continúan siendo favorables, por lo que es difícil pensar que se va a dar una desaceleración gradual, aunque va a ocurrir en algún minuto, pero no en forma gradual. Por lo tanto, ve que este escenario es un riesgo importante



y que la desaceleración de la demanda que se ha visto recientemente continúe por un tiempo; que tome más tiempo en detenerse y que eso lleve a un ritmo de normalización de la política monetaria que tiene que ocurrir un poco más temprano que tarde. Por el contrario, si el mercado percibiera que el Banco se ha quedado atrás respecto de ese ritmo de corrección, cree que puede tener más volatilidad para las variables financieras y en particular, para el tipo de cambio, por lo tanto estima que la graduación de los ajustes en el tiempo es algo importante. Dicho esto, cree que hacerlo en enero o febrero, corregir o hacer esos ajustes, es indiferente. Personalmente, se inclina por hacer el incremento ahora, pero considera, que tampoco hay un énfasis especialmente distinto para hacer esa corrección en un mes o en otro, en la medida que esa trayectoria de corrección esté más cargada a la primera parte del año.

El Gerente de Mercados Financieros Nacionales, señor Beltrán De Ramón, señala que la decisión de mantener o subir la tasa de política monetaria no es una decisión fácil. Agrega que su recomendación es subir la tasa en 25 puntos base, conjuntamente con un comunicado *dovish*.

Hace presente que lo que se está anunciando hoy es un cambio en el ritmo de alzas de la tasa de política monetaria, orientadas a 4 a 5 alzas para el año 2006. Ello debe compararse con 5 alzas en las últimas 6 Reuniones de Política Monetaria..

Le parece que este cambio de ritmo se puede lograr por dos vías: con una decisión de mantener, y con comunicado *hawkish* o con una decisión de subir con un comunicado *dovish*.

Cualquiera de los dos, en la medida que se trate de un comunicado adecuado, es indiferente desde el punto de vista de la señal de tasas. Sin embargo, cree que la primera opción, que es mantener con un comunicado *hawkish*, puede ser mal interpretado por el mercado, ya que podría tomarse como que el mundo político y el sector real le dobló la mano al Banco Central de Chile y, peor aún, que este último privilegia, en esta coyuntura, más el tipo de cambio que la inflación.

Indica, que se sabe que la decisión de mantener es una reacción apropiada a una inflación esperada que está situándose bajo el 3%. Sin embargo, duda que esto sea asumido por el mercado y el público en general, si aún la presión por el tipo de cambio está latente.

Al mismo tiempo, cree que va a ser difícil de explicar por qué se hace una nueva pausa -dos seguidas- si antes se efectuaron cinco alzas continuas.

Por el contrario, una decisión de subir en su opinión no compromete el objetivo de inflación, ya que al mismo tiempo se puede comunicar que las alzas serán más esporádicas a futuro. Asimismo, la decisión de mantener es coherente con un aterrizaje suave, pero no brusco. Un alza cada trimestre a partir de hoy.

El señor Ministro de Hacienda señala que comúnmente se cree que asiste a estas reuniones con un sesgo político. Sin embargo, afirma que los presentes somos personas serias en política económica, y por tanto opinamos como economistas profesionales velando por lo que es mejor para el país y no para la coyuntura, como es el caso de las elecciones. Agrega, que dado los rezagos de la política monetaria, la decisión que se adopte hoy, no le afecta al Gobierno. También destacó la coordinación que se ha tenido con el Banco en todos estos años y una de las pruebas más fehacientes de ello, es la postura común que ha tenido el señor Presidente del Banco y el Ministro de Hacienda, respecto de temas cambiarios que han tenido gran repercusión en el último tiempo. Recuerda que cuando asistió a la primera reunión



se acordó un alza de tasa, no obstante que el Ministerio de Hacienda había anunciado la política de superávit estructural, o sea, que se había señalado claramente que atendido que la posición estructural del Fisco del año 1999 era inferior a uno, se iba a tener una política fiscal contractiva; en el año 2002 se subió la tasa dos veces y finalmente, se terminó con una inflación negativa. Durante los años 2001 y 2002, no obstante que permanentemente desde el Ministerio de Hacienda se estuvo planteando la necesidad de ser más proactivo, tanto en materia de intervención cambiaria como en términos de baja de tasas, se nos argumentó, constantemente, que corríamos el riesgo de que el tipo de cambio subiera demasiado y se desanclaran la expectativas, cuestión que era un riesgo real, que no niega. El caso es que las expectativas no se desanclaron, el tipo de cambio no subió y tampoco la inflación lo hizo desmedidamente y, las estadísticas duras dicen que la inflación subyacente hasta ese momento, salvo los primeros meses del año 2000 siempre han estado por debajo del 3%.

El señor Ministro agrega, que el riesgo que el mercado continúe extrapolando las condiciones corrientes de los términos de intercambio, como más duraderas de lo que son, los riesgos van a persistir y por tanto, las presiones hacia la apreciación del tipo de cambio van a continuar y puede ser que tengan una postura muy difícil con tasas de interés más altas, con un dólar sustantivamente más bajo y con una inflación del IPC *headline* debajo del 3%. Cree que el mayor problema que el Consejo enfrenta hoy es haber efectuado cinco alzas consecutivas y, eventualmente, tener dos pausas, lo que él hizo presente sistemáticamente cuando ellas se produjeron.

El Vicepresidente señor De Gregorio quiere hacer una aclaración respecto a la historia de estas alzas, en el sentido que las bajas de tasas agresivas del Banco Central empezaron en el mes de enero de 2002; en el período 2001-2002, el Banco no fue tan activo en esta materia. Durante el segundo semestre del año 2001, se produjo la intervención masiva y única, y con apreciación sobre el tipo de cambio, ya que era el momento en que el Banco estaba consciente que la tasa debía bajar; sin embargo, se esperó una mayor turbulencia para proceder en tal sentido. Es así que durante el primer semestre del año 2002, se bajaron las tasas prácticamente todos los meses, desde 6,5% hasta 3% o 3,5% durante el primer semestre de ese año.

El Presidente señor Vittorio Corbo, le hace presente al señor Ministro que la decisión a que se refiere se tomó con las tasas que había en ese momento y está seguro que el Banco Central actuó tratando de crear las condiciones para mantener la inflación controlada, que es un gran activo para construir un país, ya que fueron épocas difíciles para todos y está cierto que el Banco tomó la decisión con la mejor información que contaba. Personalmente estima que cinco alzas el año pasado fue una decisión tremendamente dura, pero fue una medida que el Banco debió adoptar para tratar de evitar que se desanclaran las expectativas y pagar un tremendo costo, pero cree que en la historia económica del país va a ser considerada como una política tremendamente acertada. Agrega que le parece que la decisión en esta oportunidad es casi de carácter táctico y que se tendrá que analizar con mucha frialdad cuál es el momento adecuado para actuar. Finalmente expresa, que en el tiempo que le ha tocado compartir en el cargo de Presidente con el señor Ministro, la coordinación ha sido óptima, con una conversación muy franca y los intercambios de opiniones tienen que ver solamente con los aspectos técnicos, como corresponde a cualquier Presidente de Banco Central con el Ministro de Hacienda.

El señor Ministro de Hacienda agrega, que sus comentarios dicen relación con la función legal que le corresponde, atendido el carácter autónomo del Banco, de dar su opinión externa como Ministro de Hacienda y para recalcar, que en lo sustantivo, han estado siempre de acuerdo y, que en el margen piensa que el Banco, cuando ha tenido coyunturas difíciles más



bien se ha inclinado razonablemente hacia minimizar el error de apresurarse al tomar una decisión.

El Consejero señor Desormeaux señala que quiere hacer una consideración al respecto. Se trata de un alcance que hizo el Ministro también el año 2000, considerando que es el único Consejero de esa época que se encuentra en el cargo. Agrega que en aquella oportunidad, efectivamente se ajustaron las tasas de interés en dos oportunidades, y después de eso la economía mostró una desaceleración y empezó a aumentar el desempleo. Indica que quiere recordar al Ministro que la causa de estas decisiones fue la caída de los mercados accionarios. Al respecto, señala que un solo mercado, el *Nasdaq*, perdió siete trillones de dólares, y naturalmente se interrumpió la expansión de la economía mundial, la más larga que haya conocido el mundo hasta ese momento. Indudablemente señala, lo anterior afectó a la economía chilena y eso hace que si uno analiza las decisiones previas, éstas aparezcan como inconsistentes, pero había buenas razones para proceder como se hizo.

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

El Consejero señor Enrique Marshall, aprovecha de agradecer al staff los Informes que han preparado para esta reunión. Señala, que comienza destacando los antecedentes que le parecen relevantes para adoptar una decisión sobre la tasa de política monetaria, en esta oportunidad.

Agrega el señor Consejero, que las condiciones externas que enfrenta la economía siguen siendo muy favorables y que los riesgos de inflación en los países industrializados permanecen acotados; la actividad interna muestra el desarrollo de un ciclo expansivo que tiende a converger hacia un crecimiento de tendencia, si bien el gasto ha seguido creciendo con vigor las proyecciones disponibles anticipan una desaceleración para este año. La tendencia inflacionaria muestra una rápida convergencia hacia los valores centrales del rango meta: las expectativas permanecen bien ancladas; los valores esperados por el mercado para los próximos 12 a 24 meses apuntan al 3%; el peso permanece apreciado en términos nominales reales y no se esperan ajustes drásticos en el futuro próximo. Si se hace un balance de las novedades producidas desde la última reunión, las positivas dominan a las negativas, y el mercado espera que el Banco Central prosiga ajustando la tasa de interés, pero admite que la corrección puede seguir distintos cursos y ritmos a lo largo del año.

El Consejero señor Marshall agrega que en lo que se refiere a la decisión que corresponde adoptar en esta reunión las expectativas están bastante divididas, como se ha señalado. Con estos antecedentes las dos opciones son atendibles en esta oportunidad, coincidiendo plenamente con lo señalado en la Minuta de la Gerencia de División Estudios por mantener, por segundo mes consecutivo, la tasa de política monetaria o bien aumentarla en 25 puntos base. Indica que ambas opciones son concordantes con la política de gradual normalización de las condiciones monetarias y financieras que siguen siendo la política correcta para estas circunstancias, sin embargo ambas opciones conllevan riesgos.

Por un lado está el riesgo de tener que reaccionar con mayor intensidad en los próximos meses si los agregados crediticios siguen expandiéndose como lo han hecho y el gasto no se ajusta con lo proyectado.

Por otro lado, está el riesgo de afectar innecesariamente el normal desarrollo del ciclo por el que atraviesa la economía.



Estima, que haciendo un balance, el riesgo de postergar un ajuste de 25 puntos base le parece menor, considerando que la corrección esperada es perfectamente compatible con distintas secuencias de ajustes a lo largo del año.

Por estas consideraciones, el señor Marshall vota por mantener la tasa de política monetaria en su actual nivel.

El Consejero señor Manuel Marfán, como siempre, agradece el análisis del *staff*, y señala que en esta oportunidad los beneficia por la preparación del Informe de Política Monetaria que será dado a conocer la próxima semana. Hace presente que respecto de la coyuntura internacional, se ha retomado una trayectoria ascendente de los precios de las materias primas especialmente el petróleo y el cobre y se corre el riesgo de que esa trayectoria sea más empinada que la considerada en el escenario central. Agrega que se ha reducido la probabilidad de un ajuste brusco en los Estados Unidos de América y las expectativas son que el ciclo de alzas de tasas en esa economía está llegando a su fin. En el frente interno, se ha evidenciado una desaceleración de la actividad la que en el escenario central se asume transitoria. La evidencia detrás de ese supuesto es más bien circunstancial, la corrección de las cifras del año por la incidencia del sector telecomunicaciones muestra con más nitidez esa desaceleración a lo largo de 2005. El dinamismo de la demanda interna, en tanto, ha tendido a concentrarse en la inversión en bienes de capital importados y en el consumo de bienes durables importados. Las perspectivas de inflación finalmente son tranquilizadoras para el horizonte habitual de política; los costos laborales unitarios, si bien se han acelerado, están dentro de la trayectoria consistente con el logro de la meta; el tipo de cambio nominal ha dejado de apreciarse desde la Reunión de Política Monetaria anterior, aunque el nivel del tipo de cambio real sigue por debajo de sus fundamentos de largo plazo; los precios de los activos tienen implícita una trayectoria de la tasa de política monetaria en el mediano plazo que es consistente con el escenario central en torno a cuatro y cinco alzas de 25 puntos base para este año, y para esta oportunidad, en particular, las opiniones estas divididas. En este contexto, señala el señor Consejero, que hay buenos argumentos para mantener o para elevar la tasa de política monetaria.

Hace presente el Consejero señor Manuel Marfán, que el argumento principal, que a su juicio inclina la balanza, es la consideración del error de tipo dos, es decir cuál es el costo en que se incurriría de mantener la tasa, cuando lo correcto hubiera sido subirla; vis a vis cuál es el costo de subir la tasa cuando lo correcto hubiera sido mantenerla. En el primer caso, un costo importante de mantener, a su juicio, cuando lo correcto fuera subir, sería un eventual aplanamiento de la curva *forward*, es decir, que el mercado interpretara esta segunda pausa como una modificación más profunda en el ritmo de aumento de tasas hacia futuro, y ese es un efecto que no desean, ya que con el escenario central están tranquilos con la curva *forward* actual.

Sin embargo, señala el señor Consejero, que la probabilidad de que esto ocurra tiene que ver con cuál es el golpe de expectativas que una eventual mantención pudiera generar. Asimismo, hace presente que el hecho de que el mercado esté tan dividido muestra que, en realidad, una mantención no debiera sorprender a los analistas. También hay algún costo marginal en términos de la trayectoria de muy corto plazo del tipo de cambio nominal, que pudiera eventualmente acelerarse y la actividad también pudiera sobreacelerarse, pero que no son de alto riesgo dado los montos pequeños, y que en futuras reuniones de política monetaria, esos son efectos que eventualmente pudieran revertirse.

Manifiesta el señor Marfán que en el segundo caso, es decir, si subieran la tasa cuando lo correcto fuera mantenerla, tiene como costo aumentar la actual brecha cambiaria en el sentido de que si el tipo de cambio real actual está por debajo de sus fundamentales de largo plazo, la decisión de política si tiende a acentuar esa brecha o a reducirla, no son de costos



simétricos, y también puede tener el efecto de generar una partida falsa desde el *soft patch* que están recién experimentando y por lo tanto, a su juicio, los efectos del error de tipo dos, en este segundo caso, tienden a inclinar la balanza a que los costos de equivocarse son menores al mantener hoy día, en vez de los costos en que se pudiera incurrir si elevaran la tasa. Finalmente, señala que no es correcto incluir en las deliberaciones el hecho de si hay o no presiones políticas en sus decisiones, ya que a su juicio, es tan incorrecto ceder a esas presiones, como tomar exactamente la decisión opuesta para demostrar que no ceden a ellas, porque en cualquiera de los dos casos significa que las presiones influyeron en la decisión y al respecto, afirma que lo correcto es que éstas no influyan en la decisión, la que se debería tomar con absoluta libertad de conciencia. Por lo tanto, su voto es por mantener, en esta oportunidad, la tasa de política monetaria.

El señor Marfán hace presente, que la redacción del comunicado debe ser muy clara respecto del ritmo o de la evolución de la instancia de política hacia futuro, de manera de evitar lo que a su juicio pudiera ser un costo de esta decisión, que es el aplanamiento de la curva *forward*.

El Consejero señor Jorge Desormeaux, manifiesta que en el Informe que ha entregado la Gerencia de División Estudios se señala, que desde la última reunión de política monetaria se han afianzado las favorables condiciones externas tanto en materia de actividad como de condiciones financieras y, en el plano interno, nos indica que la información más reciente sugiere que la desaceleración del tercer trimestre tenga un carácter transitorio, aunque en un plazo más largo la economía, se encamina hacia un crecimiento más cercano al potencial. Las condiciones financieras en Chile, por su parte, siguen siendo considerablemente expansivas, lo que se ve reflejado en un aumento del ritmo de crecimiento del crédito, mientras los agregados monetarios han vuelto a crecer a tasas muy elevadas. En el plano de los costos, la tasa de crecimiento de los costos laborales unitarios sigue aumentando, reflejando una aceleración en el crecimiento de las remuneraciones y una menor expansión de la productividad. No obstante esto, las mediciones de inflación subyacentes así como las expectativas de inflación a plazos largos convergen al centro del rango meta. Ello se relaciona sin duda con la credibilidad que tiene el compromiso de este Banco Central con su meta inflacionaria, después de cinco alzas de tasas consecutivas interrumpidas por una pausa en la reunión anterior. La posibilidad de cumplir con este compromiso por cierto, depende críticamente de la trayectoria futura de la tasa de política monetaria. Señala que de acuerdo a las estimaciones de la Gerencia de División Estudios, la trayectoria de la tasa de política monetaria que garantiza una convergencia de la inflación a la meta en nuestro horizonte de proyecciones, consulta alrededor de cinco alzas de 25 puntos base en los próximos doce meses y otras cuatro alzas de 25 puntos base, en los siguientes doce meses. Para los próximos doce meses entonces, la velocidad de ajuste promedio debería ser una de algo más de 30 puntos base por trimestre, o sea, un poco más de un alza de 25 puntos base por trimestre; ello sería consistente con la posibilidad de que, en esta ocasión, el Banco Central adopte una pausa detrás de otra pausa.

Sin embargo, el Consejero señor Desormeaux cree que hay buenas razones para pensar que esa no es la decisión ideal. En primer lugar, porque si bien las condiciones internas y externas han cambiado respecto de los últimos trimestres del año pasado, no es fácil explicar dos pausas seguidas después de cinco alzas consecutivas. Señala, que esta acotación ha sido repetida por varios participantes en esta reunión y a ello se suma el hecho de que los agregados monetarios y el crédito se muestran algo exuberantes, lo que da cuenta del riesgo de que la política monetaria esté siendo más expansiva de lo que supone nuestro escenario central. Una evidencia en tal sentido, es la fuerte expansión que muestran las ventas de viviendas en los últimos meses. Otros riesgos que apuntan en esa misma dirección, se refieren a la disminución prevista para el precio del petróleo. Agrega el señor Desormeaux, que la hipótesis de nuestro escenario central podría no materializarse, y ello ocurre en el momento



en que se empiezan a copar las holguras de capacidad en economía y los costos laborales unitarios se aceleran. Ello nos lleva a pensar que los riesgos de la opción de mantener la tasa de política monetaria en el día de hoy son algo mayores que los de la opción alternativa, pero tal vez el argumento que más peso tiene en favor del alza de 25 puntos base en la reunión de hoy es de carácter comunicacional, como dice acertadamente la Gerencia de División Estudios.

Hace presente que recientemente el Gerente de Mercados Financieros Nacionales señaló que el paso del ritmo de ajuste de cinco pausas consecutivas a uno de dos pausas seguidas no es fácil de explicar. Ello puede entenderse equivocadamente como un cambio de objetivos de parte del Banco Central de Chile, en reacción a noticias transitorias y todo esto, en un momento en que los antecedentes disponibles apuntan a un fortalecimiento de las condiciones internas y externas de la economía chilena.

Por último, el Consejero señor Jorge Desormeaux señala, que para finalizar se quiere referir a las expectativas de mercado, que mayoritariamente esperan un alza de la tasa de política monetaria, y desde este punto de vista la mantención de la tasa de política monetaria en el día de hoy tendrá el carácter de una sorpresa, que podría crear confusión en el mercado. Por estas razones, se inclina a favor de la opción de aumentar la tasa de política monetaria en 25 puntos base, en el día de hoy y, por consiguiente, vota en tal sentido.

El Vicepresidente señor José De Gregorio, señala que la decisión de hoy día es particularmente compleja. No por los costos que pueda tener una u otra decisión, sino porque a su juicio existen muy buenas razones tanto para mantener como para subir la tasa en 25 puntos base. Por otro lado, el Vicepresidente señor De Gregorio indica, que dada la información actual, lo más probable es que si en esta reunión no se suben las tasas se hará en una próxima.

Agrega el señor De Gregorio, que en todo caso, las condiciones financieras hoy día son expansivas y en nuestro escenario base éstas se deben ir reduciendo gradualmente en nuestro horizonte de política. La actividad y el empleo han estado creciendo de manera saludable; el escenario internacional y sus perspectivas son mejores que algunos meses atrás y la única sombra, es el elevado precio del petróleo. Este escenario internacional es más inflacionario.

Asimismo, el Vicepresidente don José De Gregorio indica que los costos laborales se han estado normalizando. Hace presente, que desde el punto de vista de la estrategia de reducción pausada del estímulo monetario, ésta resultó en una seguidilla de alzas de tasa, y el mes pasado se realizó una pausa.

El señor Vicepresidente manifiesta que todo esto sugiere subir la tasa de política monetaria, para continuar con el proceso de normalización de tasas. También hace presente, que en todo caso es importante señalar, que esta estrategia independiente de la decisión que se tome hoy día, sigue vigente, aunque la oportunidad de las pausas, así como la velocidad de reducción de la expansividad de la política monetaria es algo que hay que ir viendo cada mes, y es aquí donde el juicio del Consejo es fundamental y no mecánico.

Sin embargo, las noticias inflacionarias son muy positivas. Probablemente, algún mes la inflación superará el techo del rango meta, pero en una magnitud muy pequeña y por un período más breve que el que estimábamos hace un tiempo atrás. A pesar de la normalización de la inflación subyacente, ésta sigue avanzando a un ritmo moderado. Asimismo, la apreciación del peso también tiene implicancia respecto de una menor inflación, lo que abre espacios para mantener la tasa de interés. Recuerda el señor De Gregorio, que en el escenario base se espera una depreciación moderada, aunque no se puede descartar que dadas las buenas condiciones internacionales, esta depreciación no ocurra. Con la evolución



de las tasas implícitas en nuestras proyecciones, la inflación convergerá al centro del rango meta, pero la convergencia más precisa se dará más allá de nuestro horizonte de política, probablemente hacia mediados del año 2008. En consecuencia, para cumplir con nuestra meta de inflación, expresada en términos de convergencia, nuestra proyección de inflación en un horizonte de 12 – 24 meses, la mantención de la tasa de política monetaria sería más consistente con este objetivo. Desde el punto de vista de las expectativas de mercado, éstas están divididas. Por su parte, los argumentos para subir tasas han tendido a enfatizar más la evolución de la actividad que su impacto sobre los precios y las perspectivas de inflación. Ciertamente, existe una relación entre actividad e inflación, pero esta última está también determinada por muchos otros factores, que hoy día estarían apuntando a una menor velocidad de convergencia de la inflación, hacia el centro del rango meta.

Finalmente, el Vicepresidente señor De Gregorio hace presente, que siempre es posible y deseable apelar a los riesgos de mantener o subir las tasas para tomar una decisión. Señala, que de hacer una pausa, es posible que nos quedemos atrás de la curva si los efectos de segunda vuelta, los shocks del petróleo o las presiones sobre los precios de una actividad y demanda creciendo dudosamente, empiezan a repercutir sobre la inflación, antes de lo esperado. En este caso, la solución sería acelerar el paso más adelante. Sin embargo, este riesgo le parece poco probable, dado que no se han desviado del ajuste monetario previsto para este año. En el caso de subir y que las presiones inflacionarias cedan aún más, se corre el riesgo de comenzar a desviarse por debajo de nuestro objetivo inflacionario, lo que no le parece deseable dada la evolución de la inflación en el último par de años. Más aún, le parece que en el caso de mantener la tasa, es más fácil corregir una desviación con aceleración del aumento de tasa, que en caso de aumentar la tasa, terminar con pausas muy prolongadas.

Insistiendo que en su opinión, los costos de equivocarse en subir o bajar la tasa son menores en esta oportunidad, y ambas decisiones tienen argumentos de peso. En consecuencia, cree que la mejor opción hoy día es mantener la tasa de política monetaria en 4,5% y vota en tal sentido.

El Presidente señor Vittorio Corbo, una vez más felicita a la Gerencia de División Estudios por su valiosa y clara presentación de opciones de política.

Manifiesta el Presidente señor Corbo, que las noticias de las últimas reuniones de política monetaria que se han analizado en esta reunión muestran que el entorno externo ha continuado mejorando lo que se refiere a actividad, con un crecimiento más balanceado entre las principales regiones del mundo y con riesgos que hoy se ven más acotados. Este mayor crecimiento no es sólo por la revisiones de éste en China, sino que también con mejores cifras de crecimiento de los Estados Unidos de América, China, Japón y el resto de Asia. En lo que se refiere al precio del petróleo, éste ha vuelto a incrementarse después de haber experimentado una importante corrección a la baja en los meses anteriores, mientras que el riesgo país de Chile aumenta en el margen.

De otra parte, señala que surge evidencia que la normalización de la política monetaria en Estados Unidos de América estaría más cerca de concluir, que lo estimado anteriormente. En paralelo, sigue acumulándose evidencia que el ciclo de normalización de la política monetaria en la zona Euro tiene que continuar, y que Japón estaría más próximo a comenzar a abandonar su política de tasa de interés de política de cero.

En el frente interno, la demanda interna sigue mostrando un sólido dinamismo, el cual se acelera en el caso de las ventas de viviendas, mientras que la actividad pareciera que está dejando atrás su inesperada desaceleración del tercer trimestre y comienzos del cuarto, y el mercado laboral continúa robusto, especialmente, en lo que se refiere a los asalariados. Por



otra parte, los agregados financieros vuelven a retomar un alto dinamismo y las tasas de interés revierten parte del incremento observado en los meses de incremento temporal en la inflación.

En el frente inflacionario interno, la inflación mensual del IPC volvió a ser negativa y pareciera que la mayor inflación observada en meses pasados por efectos de alzas en precios de combustibles y bienes perecibles no está teniendo efectos de segunda vuelta en otros precios. En paralelo, las distintas medidas de expectativas de inflación se ubican en torno al centro del rango meta.

La inflación desestacionalizada y anualizada del IPCX1 se ha mantenido en los últimos cinco meses en torno a 3%, algo por debajo de lo proyectado en el último IPoM, en tanto que el resto de las medidas de tendencia inflacionaria, se mantienen estables.

Con tasas de crecimiento de la actividad que sobrepasan la tasa de crecimiento de tendencia, las holguras de capacidad continúan reduciéndose, y de mantenerse esta tendencia se va a requerir que la política monetaria continúe en su ciclo de normalización para así poder mantener la inflación en torno al centro del rango meta en el horizonte habitual de proyección. De acuerdo a las proyecciones que se han analizado, esto requeriría un aumento en la tasa de política monetaria de entre 100 y 125 puntos base, durante el año 2006 y, otros 100 puntos base el año 2007, aumento que también está implícito en los precios de los activos financieros. No habiendo cambios en lo que se refiere tanto a la dirección de mediano plazo de la política monetaria como al monto de normalización que se requeriría en este año, lo que cabe considerar, como muy bien lo plantea la Minuta de la Gerencia de División Estudios, sobre Opciones, es la oportunidad en la cual llevar a cabo estos incrementos y balancear las opciones de actuar ahora o esperar hasta tener más evidencia sobre el dinamismo de la actividad y la evolución de la tendencia inflacionaria y sus principales determinantes.

Señala el señor Presidente, que se inclina por hacer otra pausa antes de retomar el proceso de normalización de la aún muy expansiva estancia de la política monetaria. Esto nos permitirá acumular nuevos antecedentes para así poder confirmar que la desaceleración del tercer trimestre y comienzos del cuarto fue sólo transitoria, para reevaluar el comportamiento de la dinámica inflacionaria y de los principales determinantes de la inflación y, en último término, para poder calibrar la velocidad de normalización de la política monetaria, de modo que la inflación converja al centro del rango meta en el horizonte habitual de política. En tal virtud, vota por mantener la tasa de política monetaria, en su nivel actual.

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

87-01-060112 – 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 4,5% anual.

Comunicado

“En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 4,5% anual.

La inflación anual se ubica dentro del rango meta de 2 a 4% y las medidas de inflación subyacente IPCX e IPCX1 (que excluyen combustibles, perecibles y algunos servicios regulados, entre otros) se mantienen por debajo de 3% anual. Otros indicadores de la tendencia inflacionaria y las distintas medidas de expectativas de inflación continúan bien



ancladas. Se proyecta que, luego de ubicarse transitoriamente en torno a 4% anual en el primer trimestre, la inflación se situará debajo de 3% por algún tiempo para luego converger al centro del rango meta en el horizonte habitual de política de 12 a 24 meses.

La actividad ha retomado un ritmo de crecimiento por encima de su tendencia, lo que sugiere que la desaceleración observada en los meses anteriores habría sido en parte transitoria. Aunque la creación de empleo ha moderado su ritmo de expansión anual, la ocupación asalariada continúa creciendo con fuerza. El entorno externo relevante para la economía chilena sigue siendo favorable y las condiciones financieras internas continúan siendo expansivas.

La decisión de hacer una pausa no modifica la estrategia de normalización del impulso monetario. El Consejo estima que incrementos adicionales de la tasa de interés en meses venideros siguen siendo necesarios para alcanzar, en el escenario más probable, 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 18.00 horas.

JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Vicepresidente

VITTORIO CORBO LIOI
Presidente

MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Consejero

ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero

NICOLÁS EYZAGUIRRE GUZMÁN
Ministro de Hacienda

JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR
Ministro de Fe (S)