



ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION DE POLITICA MONETARIA N° 85  
celebrada el 10 de noviembre de 2005

---

En Santiago de Chile, a 10 de noviembre de 2005, 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 doña María Elena Ovalle Molina, don Jorge Desormeaux Jiménez y don Manuel Marfán Lewis.

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, don Enrique Marshall Rivera;  
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;  
Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic Marinovic;  
Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera Barriga;  
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva;  
Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;  
Gerente de Información e Investigación Estadística,  
don Ricardo Vicuña Poblete;  
Gerente de Comunicaciones, don Eduardo Arriagada Cardini;  
Gerente de Mercados Financieros, don Beltrán de Ramón Acevedo;  
Secretaria Ejecutiva del Gabinete de la Presidencia, doña Cecilia Feliú Carrizo,  
Asesora Macroeconómica del Ministerio de Hacienda,  
doña Bernardita Piedrabuena Keymer;  
Economista Senior Gerencia de Investigación Económica,  
don Claudio Soto Gamboa  
Secretario General, don Jorge Court Larenas.

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

El señor Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de mayo de 2006, para el día 11 de ese mes. Comunica también el señor Presidente, que la presentación del IPOM a la Comisión de Hacienda del Senado se efectuará el día miércoles 18 de ese mismo mes. Asimismo, el señor Presidente señala que antes de iniciar la exposición de la Gerencia de División Estudios, desea aprovechar la oportunidad para efectuar un reconocimiento a la contribución que ha efectuado al Banco, la Consejera señora María Elena Ovalle, quien próximamente deja la Institución y asiste por última vez a la Reunión de Política Monetaria. Agrega el señor Presidente que desea destacar la seriedad del trabajo que ha realizado la señora Consejera, durante este período, para tomar las decisiones de la manera más informada posible, especialmente, con respecto al curso de la política monetaria.



La Consejera señora María Elena Ovalle, señala que agradece las palabras del señor Presidente.

El Presidente señor Vittorio Corbo ofrece la palabra al Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Pablo García para que presente el análisis de los desarrollos económicos y financieros recientes, la revisión de las perspectivas de corto y mediano plazo y la evaluación de las políticas del Banco.

## II. Exposición

El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Pablo García da cuenta que aunque el escenario externo sigue siendo favorable, con un aumento de los términos de intercambio, la tasa de interés internacional ha aumentado y los riesgos en torno a la evolución de la actividad y la inflación mundiales parecen ser mayores. Señala que internamente no se han repetido los signos de debilidad en la actividad de los últimos meses, mientras que el panorama del segundo semestre para el consumo se ha vuelto a acercarse al escenario contemplado en el IPoM. La inversión y el empleo asalariado siguen bastante pujantes, aunque la primera afectada por factores específicos en las importaciones de maquinaria y equipos. La inflación del IPC estuvo por sobre lo previsto en la última RPM, debido a mayores incrementos de precios y algunos combustibles. La inflación subyacente sigue contenida, mientras los costos laborales unitarios ya no muestran caídas en doce meses. Menciona también, que ha destacado el fuerte incremento que siguieron experimentando las tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile de plazos más largos, principalmente reajustables, y un escenario de inflación que se espera más abultado en los próximos meses. No obstante, señala que las expectativas de inflación de mediano y largo plazo se mantienen ancladas en el centro del rango meta.

La coyuntura externa sigue dando noticias positivas de actividad y perspectivas en las principales zonas económicas. En Estados Unidos de América los datos apuntan a un crecimiento que se ubica por sobre su tendencia, mientras que en Japón se consolida un escenario de mayor crecimiento, y en Europa los indicadores de confianza han remontado en algo. Los precios *spot* y futuros del cobre volvieron a aumentar, mientras que el precio *spot* del petróleo y de derivados ha caído. No obstante lo anterior, los riesgos de una desaceleración brusca de la actividad mundial, sea por el efecto contractivo de los niveles del precio del petróleo o por acciones de política monetaria para contener una eventual aceleración inflacionaria, parecen ser mayores.

Indica que, internamente, las tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile han seguido subiendo de manera significativa, en especial las reajustables. La tendencia de alza de tasas responde al ritmo de normalización monetaria más rápido que se espera tanto en Chile como en el mundo, a lo que se agrega el ruido de corto plazo producto de la volatilidad mensual de la inflación y del acomodo de portafolio de algunos agentes en el contexto de las mayores tasas. Los agregados monetarios mantienen una expansión moderada, mientras que las condiciones de financiamiento de empresas y personas siguen siendo favorables. Hace presente, que de hecho, solo las tasas de créditos de consumo y comerciales han estado ajenos al escenario de incremento en el costo del financiamiento. El tipo de cambio, tanto nominal como real, ha tenido grados importantes de volatilidad en las últimas tres semanas. En todo caso, y aunque los movimientos precisos que ha tenido el peso son difíciles de atribuir a factores específicos, el incremento del diferencial de tasas internas; respecto de las externas en los últimos meses apuntaría a expectativas privadas de mayor depreciación (o menor apreciación) real esperada respecto del dólar.



Agrega el señor Gerente que en general, las noticias de actividad del último mes mostraron que no se profundizó la moderación del crecimiento durante el tercer trimestre. La producción industrial y los indicadores de comercio se ubicaron algo por sobre lo previsto durante septiembre. La estimación de consumo privado se revisó al alza, aunque no llegando al escenario del IPoM, mientras la inversión continúa creciendo de forma robusta, afectada de manera relevante por las importaciones de buses vinculados al Transantiago. Las exportaciones (minerías e industriales) mostraron en el tercer trimestre un menor dinamismo, lo que se estaría revirtiendo en el cuarto trimestre.

El mercado laboral sigue presentando un panorama positivo. La creación de empleo asalariado continúa siendo fuerte, siguiendo con el patrón sectorial visto en los últimos meses, es decir, sesgado a la contratación en sectores de comercio y servicios. La participación no ha seguido subiendo por lo que la tasa de desocupación desestacionalizada continúa descendiendo de manera rápida, llegando a 7,7% en el último trimestre móvil. Las menores holguras en el mercado laboral se están también manifestando en una aceleración de las remuneraciones y los costos laborales unitarios, que de hecho ya no muestran caídas en doce meses. El reajuste para el sector público anunciado recientemente supera en un punto el escenario que se tenía contemplado para la realización de proyecciones. Se estima en todo caso que el efecto inflacionario de esta diferencia sería muy menor.

La inflación del IPC superó lo previsto en la última RPM en tres décimas, con buena parte de la diferencia atribuible a un incremento mayor de los perecibles, con una contribución menor de algunos combustibles. La inflación subyacente, en tanto, fue de hecho algo menor que lo proyectado, con lo que la inflación del IPCX y del IPCX1 se ubicó en 2,8% y 2,5%, respectivamente. Señala el señor Gerente, que el resto de las medidas de tendencia inflacionaria han continuado aumentando. Las perspectivas de corto plazo apuntan a que la inflación anual del IPC continuará aumentando en los próximos meses, llegando a cifras superiores a las esperadas anteriormente y con un máximo entre 4,5% y 5% hacia el primer trimestre del próximo año. En esto incide principalmente la evaluación de que las noticias recientes de perecibles son algo más persistentes, el incremento esperado en la tarifa de la locomoción colectiva, el mayor valor del transporte aéreo (por los altos precios del petróleo), entre otros. No obstante esto, la trayectoria de la inflación del IPCX1 se ubicaría marginalmente por debajo de lo proyectado en el IPoM.

Hace presente el señor Gerente de Análisis Macroeconómico, que las expectativas privadas respecto a la inflación en el largo plazo han dejado de subir, ubicándose en torno a 3%, y algunas medidas de hecho han mostrado caídas relativamente significativas. Esta evolución de las expectativas podría vincularse a que la aceleración inflacionaria, producto de mayores precios del petróleo, ya se habría producido y no quedarían incrementos adicionales gracias a que el traspaso a subyacente sería acotado. Adicionalmente, tanto la estructura de tasas como las encuestas a analistas indican que se espera un aumento más rápido que lo previsto hace dos meses atrás de la TPM, lo que también puede haber contribuido a acotar el repunte de las expectativas de inflación. En términos de crecimiento, el panorama de los analistas para el corto plazo no ha sufrido mayores modificaciones, estando bastante en línea con las proyecciones internas presentadas en esta reunión.



El Presidente ofrece la palabra para comentarios.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Pablo García indicó que dentro de los puntos destacados de la reunión puede señalarse que el escenario internacional para la economía chilena se mantiene favorable en términos de crecimiento mundial, de intercambio e incluso en condiciones favorables que aún son ventajosas. Sin embargo, la evaluación que existe es que los riesgos se han acrecentado desde la última reunión y ello, por eventuales mayores presiones inflacionarias en el mundo y también, por la posibilidad de aumentos más acelerados de las tasas de interés. Agrega, que también ha incidido en esta incertidumbre los efectos del elevado precio del petróleo sobre la actividad. Indica asimismo, que por el lado inflacionario, el IPC superó en el mes pasado lo previsto, por factores específicos que son probablemente transitorios y que las medidas subyacentes estuvieron más cerca de lo proyectado.

El Ministro de Hacienda, señor Nicolás Eyzaguirre consulta al señor Gerente de Análisis Macroeconómico, si cuando señala que la inflación subyacente ha estado más cerca de lo proyectado se refiere a que si ella está más cerca, pero más baja. El señor Gerente responde que, efectivamente la inflación subyacente ha estado más baja de lo proyectado.

Respecto al escenario mundial, el Presidente señor Vittorio Corbo, señala que en resumen éste se presenta bien, pero que los riesgos han aumentado, especialmente en lo que se refiere a la inflación. Indica que este fenómeno ha tenido un alza en todos los países y la pregunta es cuánto de esta situación se traspasará a efectos de segunda vuelta y a salarios. Agrega que en Estados Unidos de América queda todavía un aumento importante en los precios del gas natural y también de la electricidad y eso se reflejará en los meses de invierno, así que también ello puede afectar a la demanda agregada en los Estados Unidos de América. Concluye el señor Presidente, que en general la economía mundial en promedio se aprecia bien, incluso en el margen, y mejor en promedio que con anterioridad, no obstante que los riesgos son mayores.

El señor Ministro de Hacienda consulta si se tiene alguna interpretación de este fenómeno, considerando que Estados Unidos de América tiene un gap entre crecimiento efectivo y potencial menor que en Chile, y que sigue creciendo por arriba del potencial. El Gerente de División Estudios, señor Rodrigo Valdés, responde que en su opinión, lo que se ha apreciado en el mundo entero, en la última década, se denomina el aplanamiento de la Curva de Phillips, y que la brecha explica cada vez menos los cambios en la inflación. Le parece que existe un fenómeno global en la economía, y del que no se tiene evidencia aún en Chile, pero que se trata de un fenómeno bien establecido y que presenta muchas interrogantes para la Política Monetaria. Agrega el señor Valdés, que la otra característica de la que sí hay bastante evidencia, es respecto de la existencia de una disminución marcada de la persistencia de la inflación en casi todos los países. Indica que ello ocurrió en Chile, ya que la inflación hoy es menos persistente de lo que era en los años 90. Sin embargo, no es posible anticipar cuánto podría durar ese fenómeno. El Gerente de División Política Financiera, señor Luis Óscar Herrera, señala que lo que se ha visto con fuerza es el tema de la globalización. El pricing power de los productores de los Estados Unidos de América se ha ido reduciendo porque existe una mayor intensidad o capacidad de importar, y una mayor distribución de los costos a través de distintas regiones. Uno de los temas que se comenta, es que existe una menor correlación entre los costos laborales unitarios y el comportamiento de la inflación. Entonces, en este período, se ha visto el efecto output gap hacia los costos laborales unitarios, pero eso no se ha transmitido después hacia el precio final. Señala que los márgenes hoy son más flexibles para absorber ese tipo de presiones. El Presidente señor Vittorio Corbo, señala que comparte la opinión del Gerente de División Política Financiera. Sin embargo, expresa que la inflación está subiendo en todos los países y la globalización afectará a todos, mencionando,



por ejemplo, a Europa y Canadá. El señor Ministro de Hacienda sobre el mismo tema, señala que lo que se estaría afirmando entonces es que la economía se ha hecho más transable, pero que existe un límite para que las presiones de demanda se eliminen vía cuenta corriente sin presionar los precios.

El Ministro de Hacienda señor Nicolás Eyzaguirre, señala que de un año a esta parte el dólar ha perdido fuerza respecto al Euro y al Yen. Por lo tanto, al menos el abastecimiento e importación de esos mercados debiera ser más elevada. El Gerente de División Política Financiera responde al señor Ministro señalando, que esta misma historia se puede contar para el período anterior. Indica que mientras existía brecha y se depreció el dólar no hubo efecto inflación. Una vez que empezó a topar la brecha y aumentar la tasa de la Reserva Federal, el dólar se apreció en los mercados internacionales. Agrega, que en los últimos seis meses, desde que comenzaron a subir las tasas en Estados Unidos de América, el dólar se ha venido apreciando, respecto al resto de las monedas. El Gerente de División Internacional señor Esteban Jadresic, agrega respecto a lo que se ha dicho sobre el crecimiento del producto potencial en Estados Unidos de América, existe diversidad de opiniones, pero las más usuales están del orden del 3,5%, que es similar a lo que está ofreciendo la economía en la actualidad. Señala que la evaluación de que la brecha se ha estado reduciendo en los Estados Unidos de América en el pasado es cierta, pero este año y las proyecciones hacia el futuro se encuentran bastante en línea.

El Consejero señor Manuel Marfán, señala que le parece que el fenómeno que también se ha visto es que el pass through de movimientos de precios relevantes hacia inflación se ha reducido prácticamente en todo el mundo. Agrega que existe la sensación de que hoy se pueden cambiar precios relativos más fácilmente sin que se produzcan necesariamente consecuencias inflacionarias. En consecuencia, manifiesta algunas dudas respecto al temor que existe en muchos países sobre los efectos de segunda vuelta, que tal vez podría ser sobredimensionado si es que resulta correcta esta hipótesis. Agrega, que a lo mejor los efectos de segunda vuelta en la actualidad son menos intensos que los de antes, porque las economías aceptan cambios de precios relativos sin necesariamente aumentos de inflación. Finalmente, manifiesta que no sabe si de esto se pueden extraer lecciones para el caso chileno. El Gerente de División Estudios señor Valdés, señala que otro elemento que explica el bajo efecto inflacionario de la depreciación del dólar es que los precios en esa moneda, también estaban bajando en el mundo.

El Consejero señor Jorge Desormeaux, señala que quiere tocar un tema que se refiere al mercado inmobiliario. Hace presente que los analistas de bancos de inversiones han expresado que se está apreciando una disminución en las ventas inmobiliarias en Estados Unidos de América y que esta situación se traduciría en precios de vivienda que empezarán a caer, y entonces allí se presenta otro riesgo que tendrá que dimensionarse.

El Presidente señor Vittorio Corbo, comenta que en la última reunión realizada por el BIS se planteó una gran preocupación con respecto a los efectos de segunda vuelta de la inflación. También surgió el tema expresado por el Consejero señor Desormeaux, en cuanto al problema de la caída de la actividad en el sector vivienda, especialmente en el caso de vivienda nuevas y que se está apreciando que los inventarios de estas viviendas están creciendo. Indica que todavía no se visualizan en los precios, pero sí se está presentando en la actividad.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Pablo García, hace presente que la compensación inflacionaria ha caído fuertemente las últimas semanas, ubicándose en torno a 3%. Agrega que por otra parte, imputando las implicancias para el impulso monetario de las tasas de interés que se están viendo en la actualidad, ello demuestra que con los impactos que se estima que tienen en la evolución de la actividad y en la demanda agregada, ese impulso se ha reducido, pero continúa teniendo un efecto positivo en el dinamismo de la actividad. El



Consejero señor Marfán, con respecto al impulso monetario, señala que quiere entender que la rebaja de tasa tan brusca, de 100 puntos base, en dos reuniones de política monetaria consecutivas, no aumentó el impulso monetario incluso lo redujo. El Gerente señor Pablo García, señala que la reducción del impulso, en este caso, se venía produciendo y estaba motivado por la fuerte caída de las expectativas de inflación. Agrega que esa reducción de tasas en parte, se hizo cargo de esa situación. El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, en relación a la curva del gráfico que se exhibe, respecto al impulso monetario, señala que ella tiene dos ingredientes, la tasa corta y la tasa larga. En la parte de la tasa corta influye la tasa nominal y las expectativas de inflación promedio a dos años plazo. La otra parte es la tasa de mercado. Señala, que cuando se bajaron las tasas, las expectativas de inflación venían a la baja, lo que, en si mismo disminuía el impulso monetario. Agrega, que con las rebajas de tasas se logró disminuir ese efecto y de hecho finalmente volvió a subir el impulso. Indica, que cuando se empezaron a normalizar las tasas, las expectativas bajaron y, asimismo, además éstas, y las expectativas de inflación también subieron algo, anulando parte del efecto del alza de tasas. Claramente esta parte, ligada a tasas cortas, es mucho menos importante que la baja de tasas largas, que fue muy fuerte en los últimos trimestres. Agrega, que además existe un efecto adicional, que consiste en que la evaluación de la tasa neutral ha ido cambiando en el tiempo, lo que está también detrás de estos cálculos y eso refleja justamente las evaluaciones de cada IPoM.

El Vicepresidente señor De Gregorio señala, que tiene algunas dudas respecto de los modelos que se utilizan para estas mediciones y que le gustaría saber cómo es la estructura que va surgiendo de los modelos, porque en su opinión no responde demasiado al activismo que él esperaría en un modelo tradicional de metas de inflación. Le parece que ni siquiera existe el principio Taylor, es decir, que cuando suben las expectativas de inflación se sube más la tasa de interés.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Pablo García, señala que la expansividad de la actual política monetaria se aprecia en diversas variables distintas a las tasas de interés, por ejemplo el crédito a las personas sigue aumentando por sobre el 20% desde fines del año pasado, el crédito a las empresas por sobre el 10% y los créditos de las empresas que han mostrado una aceleración, que también ha sido relativamente sustancial.

El Consejero señor Manuel Marfán, indica que le parece que sería interesante, en alguna oportunidad, aunque no siempre, ver los niveles de los índices, porque cuando se ven solamente las tasas de variación, podrían existir fenómenos ocultos. Agrega, que le llama la atención y le gustaría saber cómo es el acumulado del crédito a las personas. Lo mismo respecto al precio de las acciones. Señala, que tiene la impresión que se puede visualmente tener alguna sensación de diagnóstico de algunas variables, simplemente, observando el nivel y no sólo su tasa de variación.

El Gerente señor García, señala que donde la expansividad de la política monetaria se aprecia que se ha ido reduciendo en forma más aparente, es en los agregados monetarios. Señala que el M2 crece más que los otros agregados monetarios, producto de un cambio de portafolio relativamente fuerte, que está produciendo un incremento sustancial de los depósitos a plazo. Cree asimismo, que ello es más bien un fenómeno que no está presionando a las tasas de interés a la baja, sino que por el contrario, lo que se aprecia es que las tasas de interés de captación de hecho están aumentando en una tendencia que se asemeja al período que se vivió entre abril y mediados del año en curso, donde por diversas razones, en términos de necesidad de financiamiento, los bancos se vieron en la obligación de captar recursos que superaban de manera bastante fuerte el costo de fondo dado para la tasa de política monetaria. El Consejero señor Marfán, estima que podría existir una interpretación alternativa o complementaria, en el sentido que la fuente de rentabilidad o de utilidades de los bancos se ha ido desplazando desde comisiones a utilidades en la captación de fondos. Agrega, que le parece curioso que a pesar del aumento en las tasas de interés de captación,



los bancos están obteniendo, como ocurre en otros países del mundo, rentabilidad más bien por el lado de sus tasas de interés en la captación de fondos que por efectos de las comisiones. En su opinión, podría existir también un fenómeno de cambio estructural en el comportamiento de los bancos. Sobre este tema, el Presidente señor Corbo cree que el problema tiene que ver con la pérdida de depósitos de los Fondos Mutuos en los bancos, ya que éstos tenían colocaciones muy altas en estas instituciones y con el retiro de dichos fondos tienen que salir ellos al mercado.

El Gerente de Mercados Financieros señor Beltrán De Ramón, manifiesta que los depósitos a plazo han subido más allá de la diferencia con respecto a la TPM, a lo menos por dos razones. La primera, porque los Fondos Mutuos están vendiendo depósitos a plazo, tanto en pesos como en UF. En segundo lugar, también han subido las tasas de estos depósitos, porque en el cuarto trimestre del año pasado, los bancos crecieron mucho y otorgaron financiamiento y esos depósitos a plazo están venciendo ahora. El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, señala que esta situación explica los movimientos que se han producido, excepto el alza de tasas de corto plazo y le parece que puede obedecer a problemas de liquidez de algunos bancos por el calce. El Gerente de División Política Financiera señor Luis Óscar Herrera señala, que los Fondos Mutuos son una fuente de financiamiento igual que las personas, pero de liquidez disponible rápidamente. Acumulan muchos recursos y es fácil retirarlos. Los bancos que no tienen sucursales, que captan menos, recurren a los Fondos Mutuos. Asimismo, otros participantes relevantes en el mercado están comprándoles baratos estos depósitos que están liberando las personas. Entonces, tampoco están disponibles a las mismas tasas del resto del mercado. El Consejero señor Marfán, señala que si para las empresas y las personas traspasarse de Fondos Mutuos a Depósitos a Plazo son sustitutivos uno del otro, la definición de dinero debiera incluir a los dos, ya que en estricto rigor si se está analizando el efecto expansivo contractivo de los agregados monetarios, y resulta que por alguna razón el M2 se disparó porque la gente se fue de Fondos Mutuos a Depósitos a Plazo, no es que esté demandando dinero por motivos de transacción, lo único que ocurre es un ajuste de portafolio entre dos activos que son absolutamente sustitutos entre sí. Sugiere efectuar una revisión de estas definiciones para un análisis. El Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García, sobre este tema señala, que existe una agenda que data de varios años, de recuperación de datos precisamente para tener una propuesta de definición de agregados, que corresponden a recomendaciones del Fondo Monetario Internacional para efectos estadísticos.

En lo que se refiere a la encuesta de expectativas para la TPM, el Gerente de Análisis Macroeconómico don Pablo García, señala que ella muestra, en el corto plazo, una trayectoria bastante parecida con la que tiene implícita la forward. Agrega que esto significa que a diciembre de este año la TPM implícita en la forward es de 4,7%, 4,6% en la reunión pasada y para diciembre del año 2006 es de 6,3% desde 5,7% que era en la reunión pasada. Es decir, hay un incremento de 50 puntos base, aproximadamente, para fines del próximo año.

El Gerente de Análisis Macroeconómico don Pablo García, señala que respecto al consumo, en el mes pasado se había detectado que el tercer trimestre estaba mostrando un cierto debilitamiento, que significaba que estaba menos fuerte de lo que se había considerado en el IPoM para el corto plazo, lo que podría tener como explicación el comportamiento de las expectativas, que a su vez estarían influidas por lo ocurrido con el precio de los combustibles. Señala el Gerente, que las expectativas no han mejorado de manera significativa, se han mantenido bastante estables, pero que las cifras coyunturales de consumo han mostrado un repunte en los últimos meses, lo que indicaría que el debilitamiento que se produjo tuvo un componente transitorio en el tercer trimestre, relativamente importante.

10



En relación al proceso de desaceleración de la actividad, el Vicepresidente señor José De Gregorio, señala que le preocupa este tema, ya que siempre se ha tenido la idea que la economía ha venido fuerte durante el año 2005, lo que probablemente se repita el año 2006, aunque algo menor, pero se está en una fase de crecimiento más sostenido, lo que entrega una noción para saber qué va a pasar entre el año 2006 y 2007, que de seguir esta dinámica mecánica, estaríamos hablando de un crecimiento mucho más cercano al 5% para los próximos dos o tres años, lo que cuesta entender, ya que piensa que en esta etapa se avanzaría más rápido. Sugiere por una parte, analizar esta dinámica algo mecánica que existe y por otra, estudiarlo también dentro del contexto de nuestra política.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García, señala que en cuanto a la evaluación del riesgo inflacionario de mediano plazo, se aprecia que en la proyección que se tenía para el IPoM, se consideraba una inflación de 2,8% al año 2006, y que esos riesgos inflacionarios se han desplazado marginalmente hacia el alza, producto de las noticias más recientes. Agrega que existe riesgo que las expectativas de inflación se desalinen en el momento que ésta se ubique coyunturalmente en torno al 5%, el primer trimestre del próximo año. El Consejero señor Manuel Marfán señala que le parece que el escenario del IPoM sigue siendo el que creemos más razonable. Por un lado, señala que es efectivo que la evolución del IPCX1 ha estado por debajo de las proyecciones previas, y que la actividad ha tenido una desaceleración algo más rápida que lo previsto, el ritmo de la expansión de la actividad también ha sido algo menor que el proyectado, tanto por datos efectivos del tercer trimestre como también por el perfil que muestra esta situación en el curso del año y en áreas de inflación privadas, que en cierta medida consisten en que el incremento inflacionario que se presenta constituye un fenómeno básicamente transitorio.

El Presidente, señor Vittorio Corbo, suspende la Sesión a las 14:00 horas e informa que la misma se reanudará a las 16:00 horas.

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 85.

El señor Presidente deja constancia que el señor Ministro de Hacienda don Nicolás Eyzaguirre Guzmán, le ha comunicado que no podrá asistir a la reunión de la tarde y que no se encuentra presente en la Sala, la Secretaria Ejecutiva del Gabinete 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 informa lo siguiente:

1. En la reunión de política monetaria de octubre, el Consejo decidió aumentar la tasa de interés de política en 25 puntos base hasta un nivel de 4,25%. Señala el señor Valdés, que en la decisión se consideró que, si bien el crecimiento era algo menor que lo previsto, la demanda interna mantenía un elevado dinamismo, más notorio en la inversión que en el consumo, y las condiciones monetarias en Chile continuaban siendo claramente expansivas. La inflación había sido sorpresivamente alta por la incidencia de precios específicos, pero las medidas de inflación subyacente seguían aumentando en línea con lo previsto.





2. Las principales novedades desde la última reunión son las siguientes. En el lado externo, si bien continúa un panorama favorable para la economía chilena, con mejores términos de intercambio por el aumento del precio del cobre y la disminución del precio del petróleo, y un crecimiento mundial elevado, las tasas de interés internacionales siguieron aumentando y los riesgos parecen ser mayores.
3. En el lado interno, el crecimiento interanual de la actividad en septiembre confirmó que la expansión del tercer trimestre fue menor que la proyectada en el IPoM, aunque sin un debilitamiento adicional al identificado el mes pasado. Las revisiones al alza del primer semestre sí implican una desaceleración mayor que la anticipada, aunque el crecimiento anual sigue por sobre su tendencia. La demanda interna, en cambio, se ve incluso más dinámica que lo previsto en el IPoM. El panorama para el consumo del segundo semestre ha mejorado, acercándose a lo previsto en el IPoM. Además, respecto de lo esperado en meses pasados, existiría mayor formación bruta de capital en el cuarto trimestre.
4. En el lado financiero interno, lo más notorio fue el alza de las tasas de interés de mediano y largo plazo y un empinamiento adicional de la estructura de tasas de corto plazo. Ello reduce la expansividad de las condiciones monetarias, la que en todo caso es aún considerable. El crédito continúa creciendo a tasas elevadas.
5. La inflación IPC nuevamente superó la prevista, aunque otra vez por la influencia de factores específicos y probablemente transitorios. Las medidas subyacentes estuvieron más cerca de lo proyectado. Se espera un aumento adicional de la inflación anual en el corto plazo, que debiera ser transitorio. Las expectativas de inflación, medidas a través de encuestas a analistas, a operadores de mesas y por la compensación inflacionaria, recogen este patrón y han disminuido respecto del mes pasado, alineándose en torno a 3% para horizontes de un año y más.
6. Con los antecedentes disponibles, al igual que en los últimos meses, es difícil justificar una opción distinta de aumentar la TPM en 25 puntos base.
7. También en esta oportunidad, se puede justificar un aumento de la TPM, considerando que los niveles actuales de la TPM están por debajo de cualquier medida neutral, la economía ya no requiere de un impulso intenso, y este ajuste conviene realizarlo de manera gradual. Indica, que el aumento de la inflación subyacente hacia el centro del rango meta, el incremento de las otras medidas de tendencia inflacionaria, y el hecho de que las holguras de actividad sigan disminuyendo, sustentan esta idea.
8. Agrega, que a pesar de lo anterior, podría argumentarse que, luego de cuatro alzas consecutivas en la TPM, este mes puede ser momento de una pausa considerando (i) la reducción del impulso monetario que envuelve el aumento de tasas de interés de mercado y (ii) el hecho de que la inflación subyacente esté marginalmente por debajo de lo proyectado en el IPoM y la actividad siga un patrón algo menos dinámico que el proyectado. En efecto, las proyecciones del último IPoM, al igual que las expectativas de mercado vigentes en ese momento, consideraban una trayectoria de la TPM menos rápida que cinco alzas mensuales consecutivas, al mismo tiempo que las noticias acumuladas sobre inflación subyacente y actividad no parecen apoyar un empinamiento de esta trayectoria. Indica el señor Gerente, que desde septiembre, sin embargo, la inflación del IPC ha estado bastante por encima de las proyecciones, hecho que ha requerido modificar esta trayectoria de tasas de manera de asegurar la mantención de expectativas bien ancladas. El que las tasas de mercado hayan aumentado, justamente refleja este hecho y no validarlas podría arriesgar su adecuado comportamiento. Además, dado que la TPM está por debajo de cualquier estimación neutral, un aumento de la tasa hoy, en un cuadro en que las brechas se copan progresivamente y la inflación subyacente



aumenta gradualmente, reduce la probabilidad de tener que realizar ajustes más fuertes en el futuro.

9. También se podría argumentar a favor de un alza de 50 puntos base a partir de (i) el nivel que ha alcanzado la inflación anual —en particular, el hecho de que se ubique por encima del rango meta—; (ii) el dinamismo que muestra el gasto interno; y (iii) los riesgos que, en este cuadro de mayor ritmo de aumento de precios, se desanclen las expectativas de inflación y se den efectos mayores de segunda vuelta. Un argumento diferente para eventualmente acelerar el ritmo de aumento de tasas, o descartar la mantención, se refiere a un eventual agotamiento de las brechas de capacidad más rápido que lo previsto. El hecho de que el gasto interno siga pujante, pero que el crecimiento de la actividad no lo acompañe, podría ser un síntoma de ello. También lo es el aumento en la tasa de crecimiento de los salarios nominales, la evidencia casuística de menor disponibilidad de mano de obra específica en algunos sectores, la disminución de las tasas de desempleo desestacionalizadas y el vigor con que se expande la inversión.
10. Estas consideraciones, sin embargo, no parecen suficientes. En primer lugar, el aumento inesperado de la inflación obedece a factores puntuales y probablemente transitorios. De hecho, algunos shocks, como el de los precios de los combustibles, se han estado revirtiendo. Además, no es evidente que se requiera una acción de política más agresiva por el solo hecho de que la inflación traspase los bordes del rango meta. El gasto, por su parte, no se aleja sustancialmente del escenario base del IPoM, mientras que en el último mes las expectativas de inflación se han acercado al centro del rango meta, lo que en principio aleja los riesgos de desanclaje mencionados. En segundo lugar, un escenario de brechas notoriamente más contraídas debería materializarse en un aumento de la inflación subyacente, situación sobre la cual hasta ahora no hay evidencia.
11. Finalmente, señala el señor Valdés, que se puede justificar un aumento de 25 puntos base, considerando que es un movimiento coherente con continuar normalizando la política monetaria, y que la normalización es necesaria para mantener la trayectoria de la inflación en torno a 3% en el mediano plazo. Señala que un movimiento de esta magnitud y en esta oportunidad, parece adecuado, considerando que el buen comportamiento de las expectativas de inflación no es independiente de las expectativas que forman los agentes respecto de la reacción de la política monetaria. Estas expectativas justamente consideran aumentos sucesivos de la TPM de 25 puntos base. Además, considerando que un aumento de 25 puntos base es ampliamente esperado por el mercado según se aprecia casi unánimemente en las encuestas, un alza de esa magnitud no debería afectar mayormente la estructura de precios de activos, incluyendo el tipo de cambio.

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

El Vicepresidente señor De Gregorio, consulta si se puede aclarar en el documento sobre Opciones presentado por el Gerente de División Estudios, lo indicado en el punto tercero de ese Informe en relación al punto nueve del mismo. Señala el señor Vicepresidente, que en el numeral 3. del documento mencionado, se indica que el crecimiento interanual de la actividad de septiembre confirmó que la expansión del tercer trimestre fue menor que la proyectada en el IPoM. Agrega que las revisiones al alza del primer semestre sí implican una desaceleración mayor que la anticipada, aunque el crecimiento anual sigue por sobre su tendencia. Asimismo, expresa que el panorama para el consumo del segundo semestre ha mejorado, acercándose a lo previsto en el Informe y además, respecto de lo esperado en meses pasados, existiría mayor formación bruta de capital en el cuarto trimestre. El señor Vicepresidente se pregunta si existiría una mayor formación bruta de capital en el cuarto trimestre, y que entonces estaríamos con algo menos de crecimiento, que todavía sigue



estando por sobre la tendencia cerrando brechas, y al mismo tiempo habría algo más de formación bruta de capital. Sin embargo, señala que el punto 9. del mismo Informe se refiere a un eventual agotamiento de las brechas de capacidad más rápido de lo previsto. En consecuencia, esta última afirmación sería consistente con el punto 3. antes mencionado, lo que también se reafirma con lo señalado en el punto 10. del Informe, que señala en lo pertinente, que un escenario de brechas notoriamente más contraídas debería materializarse en el aumento de la inflación subyacente, situación sobre la cual hasta ahora no hay evidencias, afirmación esta última que el señor Vicepresidente dice compartir.

El Gerente de División Estudios, señor Valdés, señala que este tema se refiere de alguna manera al punto planteado en la reunión de la mañana, en el sentido que en primer término, se trata de una hipótesis de que las brechas se están cerrando más rápido y cuáles serían los elementos coherentes con esta hipótesis o que podrían validarla. En primer término, podría afirmarse que el aumento de la inversión sería consecuencia precisamente de brechas de capacidades que están topando. El segundo elemento, es que el gasto presione demasiado y el PIB no lo siga o muestre que hay algún problema, que podría ser por el lado de la oferta, pero que no hay capacidad para mantener la demanda interna. Un tercer elemento, sería la disminución de la tasa de desempleo que ha sido bastante fuerte y que ya en algo se está reflejando en los salarios nominales, y también mucho de evidencia casuística de escasez de mano de obra.

Por otra parte, estima el señor Valdés que el problema que hay que discutir es si la brecha es 0 ó 1, que es básicamente algo estadístico, discusión que en algún momento tuvo validez, pero que hoy en día le parece algo marginal. Agrega, que de ahí nace la idea de tener esto como una hipótesis, ya que puede ser que las brechas simplemente hayan desaparecido antes, no porque el PIB esté más rápido o más lento, sino que, simplemente porque los niveles del potencial sean distintos a los que suponíamos en el escenario central.

El Gerente de División Política Financiera, don Luis Óscar Herrera, hace presente que de alguno de los antecedentes que se han revisado, le parece que básicamente en las tasas de expansión tanto en la economía mundial como en la chilena, continúan en línea con lo proyectado, pero que se está refiriendo a escenarios muy similares a los que se tenían proyectados y, por lo tanto, ello significa que a la fecha esta expansión no ha reflejado el impacto recesivo que se esperaba del shock petrolero. Agrega que ese riesgo, que habría internalizado el mercado, no se habría manifestado. Sin embargo, el impacto inflacionario del shock petrolero sí resulta evidente, aunque también hasta la fecha no se contamina hacia la tendencia inflacionaria, pero parece ser más relevante que en el pasado. En consecuencia, las tasas en el exterior y la evaluación que han hecho los mercados implicarían que probablemente el impulso monetario se moverá más rápidamente hacia un nivel neutral. En su opinión, lo mismo debería ocurrir en Chile, tanto por la correlación que ha tenido la demanda, las presiones de demanda interna y también las correlaciones que tienen las presiones de oferta, y la circunstancia de que las tasas en el exterior puedan aumentar más rápidamente, lo que agrega una dimensión cambiaria a la inflación chilena, y ello también lo han procesado los mercados en Chile en términos de aumento de las tasas de interés, más allá de algunos efectos que se han acentuado en las últimas semanas. Concluye el señor Herrera, que en este escenario concuerda con la opinión manifestada por la Gerencia de División Estudios.

El Gerente de División Internacional, señor Esteban Jadresic, hace presente que le parece que la situación de este mes es similar a la del anterior, en el sentido que atendida la denominación se podría decir que a pesar que esto no era lo esperado, algo transitorio, su evaluación es que no existen noticias que indiquen un cambio en los aspectos fundamentales que determinan la tendencia de la inflación, en particular, referente al mercado laboral en el sentido que el desempleo cayó y que también este mercado ha tendido a crecer a tasas negativas, pero dentro de lo esperable.



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

El Consejero señor Manuel Marfán, agradece el análisis del staff y hace presente que desde el último IPoM ha continuado la acumulación de antecedentes mixtos respecto del mes pasado. Señala que la evidencia muestra una reversión en el margen del aumento del precio internacional del petróleo mientras ha tendido a consolidarse un precio más elevado del cobre en una mezcla favorable al país. Agrega el señor Consejero, que las mayores presiones inflacionarias en las economías desarrolladas han continuado elevando las tasas en las economías externas y se esperan aumentos más rápidos en las tasas de política, especialmente en Estados Unidos de América. Agrega que las perspectivas de crecimiento mundial han mejorado en el corto plazo, sin embargo, los riesgos asociados al escenario internacional son algo mayores que en la Reunión de Política Monetaria anterior.

Indica el señor Consejero, que en lo interno se ha revertido parcialmente el debilitamiento en el crecimiento del PIB y del consumo que se observó en la Reunión de Política Monetaria anterior. La formación bruta de capital fijo en tanto, sigue situándose por sobre lo proyectado. El mercado laboral mantiene una mezcla de aumento del empleo y costos laborales unitarios contenidos. Asimismo, señala que, los indicadores de mercados financieros aparecen algo afectados por razones coyunturales, más allá del alineamiento de mayores tasas de interés externas y la estructura de tasas de interés proporciona información menos confiable que lo habitual sobre expectativas de mediano y largo plazo, lo que es particularmente cierto para las tasas reajustables.

La inflación de octubre en tanto, volvió a mostrar sorpresas por factores específicos y probablemente transitorios. El escenario central del IPoM contemplaba una aceleración inflacionaria hasta el primer trimestre del próximo año y una posterior convergencia hacia el rango meta dentro del horizonte habitual de política.

Los antecedentes acumulados desde entonces, apuntan a una aceleración mayor a la prevista, pero como se señaló, por factores transitorios que debieran revertirse. Los indicadores de inflación subyacentes, en tanto siguen contenidos y por debajo de lo proyectado en el IPoM. Señala el señor Consejero, que la implicancia es que la probabilidad de que la brecha esté más cerrada de lo que se pensaba sea baja.

Hace presente también, que el principal riesgo en este cuadro es que se produzca un desanclaje de expectativas. En este sentido, agrega, la situación de Chile parece similar a la que enfrenta la mayoría de las economías desarrolladas, esto es, una inflación subyacente o core bien alineada dentro de los rangos de meta e inflación efectiva. En esta situación, las implicancias de mediano y largo plazo dependen crucialmente de los efectos de segunda vuelta de las sorpresas recientes, los que a su vez dependen de que si las expectativas se mantienen o no bien ancladas. Señala el señor Consejero que para evitar un desanclaje, parece conveniente mantener el ritmo de normalización de la política monetaria que espera el mercado, centrado abrumadoramente en un aumento de 25 puntos base para esta reunión. Por lo mismo, la opción que considera apropiada para esta oportunidad, es elevar la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base y vota en consecuencia en tal sentido. Finalmente, agrega el señor Consejero, que aumentar la Tasa de Política Monetaria por 5 meses consecutivos, como es el caso, no formaba parte del escenario central del IPoM.



El Consejero señor Jorge Desormeaux agradece los antecedentes y el valioso análisis realizado por la Gerencia de División de Estudios.

Señala que la principal pregunta que se debe contestar en el día de hoy es si existen o no antecedentes para alterar el curso de ajuste gradual, aunque sin pausas, de la tasa de política monetaria de los últimos meses, o éste debe ser modificado para asegurar la convergencia de la inflación al centro del rango meta en el mediano plazo.

Para ello, se deben evaluar hasta qué punto los nuevos antecedentes modifican el diagnóstico esbozado en el último Informe de Política Monetaria.

Los principales cambios observados en el plano internacional en los últimos meses, consisten, en primer lugar, en un importante ajuste al alza en las tasas de interés internacionales, a partir de niveles inusualmente bajos, y en segundo lugar, se aprecian mayores riesgos para la actividad y la inflación en los principales mercados a raíz del alza en el precio del petróleo y el agotamiento de brechas de capacidad en algunos mercados.

En el plano interno, también se observa un importante ajuste en las tasas de interés, especialmente a plazos largos, acompañado de un empujamiento adicional de la estructura de tasas de corto plazo. Otro desarrollo de importancia en el plano interno, es la desaceleración que se observó en la actividad en el tercer trimestre. Al respecto, el Consejero señor Desormeaux señala que ésta parece tener carácter transitorio, mientras la demanda interna sigue mostrando un gran dinamismo, que supera incluso lo previsto en el IPoM de septiembre. Por último, la inflación ha resultado mayor que lo esperado, superando el 4% en octubre, y proyectándose cifras que bordean el 5% en marzo de 2006. Agrega que, si a esto se suma el hecho que los costos laborales unitarios han dejado de caer y comienzan a mostrar una aceleración en su crecimiento, se podría argumentar a favor de un cambio de régimen, con un ajuste superior a los 25 puntos base, que constituya un seguro en contra del riesgo de un eventual desanclaje de expectativas.

Sin embargo, frente a esta realidad, hay otros factores que apoyan la mantención de la trayectoria de ajuste gradual que ha seguido el Banco Central de Chile en los últimos cinco meses.

En primer lugar, el shock inflacionario reciente obedece esencialmente a factores de oferta, por lo que sus efectos de primera vuelta son transitorios. De hecho, la inflación subyacente, si bien muestra una tendencia creciente, aún se sitúa por debajo del 3% y es marginalmente inferior a la proyectada en el IPoM. Por otra parte, el alza de las tasas de mercado ha reducido el grado de expansividad de la política monetaria. Asimismo, las expectativas de inflación se han acercado al centro del rango meta, especialmente a plazos de más de un año. Esas expectativas centradas en torno a 3% son a su vez coherentes con una trayectoria de ajustes sucesivos de 25 puntos base.

De este modo, si bien subsisten grados de incertidumbre mayores que en el pasado, en particular la posibilidad de un agotamiento más rápido de lo previsto de las brechas de capacidad en el plano interno, y un mayor riesgo inflacionario en el plano internacional, señala que la opción de aumentar en 25 puntos base la TPM en el día de hoy es la mejor alternativa disponible. En cambio, un alza de 50 puntos base podría dar cuenta de una emergencia en el plano inflacionario que no se desprende de los antecedentes disponibles, y que además el mercado no espera ni considera necesario.

Por estas consideraciones, el señor Consejero señala que vota por aumentar la tasa de política monetaria en 25 puntos base en el día de hoy.



La Consejera señora María Elena Ovalle señala que de los antecedentes analizados en la reunión de hoy se desprende que el escenario internacional continúa favorable para la economía chilena, en un contexto de actividad mundial sólida y mejores términos de intercambio. Ello, a pesar del aumento en las tasas de interés internacionales y los mayores riesgos en torno a la inflación y la actividad en las principales economías.

En el escenario doméstico, la economía sigue creciendo por encima de su tendencia. El empleo continúa afianzando su dinamismo y la inversión mantiene tasas elevadas de expansión, especialmente por la incidencia de las importaciones de bienes de capital. Asimismo, la serie de tendencia cíclica de la actividad mensual mostró una leve mejora respecto a los meses previos y los indicadores parciales de consumo privado también evidencian un mayor dinamismo. En conjunto estos antecedentes dan cuenta que las holguras del mercado laboral y la actividad agregada continúan su cierre progresivo.

En cuanto a precios, la inflación efectiva del IPC ha sido mayor a la esperada, ubicándose marginalmente por sobre el techo del rango meta, lo que materializa un escenario de mayores presiones inflacionarias en el corto plazo. Esto se ve reflejado en las nuevas revisiones al alza en las proyecciones para los próximos meses. No obstante, este fenómeno está influido por factores puntuales y probablemente transitorios, lo que se confirma en que las medidas subyacentes y de tendencia no muestran una aceleración adicional a la contemplada en el último IPoM. Además, las distintas medidas de expectativas volvieron a anclarse en el centro del rango meta a distintos horizontes.

Considerando estos antecedentes, la Consejera señora María Elena Ovalle concuerda con la Gerencia de División Estudios, en que la opción de política más adecuada es un aumento de 25 puntos base en la TPM. Esto, ya que las condiciones monetarias y crediticias siguen siendo claramente expansivas, a pesar que la estructura de tasas se muestra algo más restrictiva que en reuniones anteriores. Sin duda esto se explica en parte por los niveles actuales de la TPM, que están aún por bajo una instancia neutral de política monetaria.

En la estructura de costos y salarios, destaca el aumento de las remuneraciones y los costos laborales unitarios, lo que de mantenerse puede configurar un panorama con más persistencia inflacionaria que la prevista.

Por su parte, un cambio de velocidad en la normalización del impulso monetario, amerita contar con antecedentes más claros que los disponibles, especialmente porque la inflación de tendencia sigue aumentando lentamente, incluso marginalmente por bajo lo proyectado en el último IPoM. El hecho que los distintos indicadores de márgenes permanezcan contenidos y prácticamente inalterados desde la última reunión, también respalda lo anterior.

A su vez, las consideraciones tácticas respaldan esta opción, ya que un movimiento en este sentido y magnitud es ampliamente esperado por el mercado. Por lo tanto, y en consideración a los argumentos presentados, vota por un alza de 25 puntos base en la TPM. En tal sentido, señala que lo anterior permite continuar con el ajuste gradual de la política monetaria, lo que a su vez es necesario para mantener la inflación en torno a 3% en el horizonte habitual de política, dado el panorama macroeconómico actual.

Finalmente, señala que quisiera que en el comunicado se enfatizara que estamos preocupados por la actual coyuntura en torno a la inflación, y que estaremos muy atentos como Consejo para tomar decisiones que permitan conciliar la situación macroeconómica con nuestro objetivo inflacionario.



El Vicepresidente señor José De Gregorio, señala que en la actualidad la inflación se ha ubicado por encima del rango meta y que se espera que esta situación continúe por unos meses más para luego devolverse al interior de este rango. La razón fundamental de este aumento de la inflación es que ha habido un aumento importante en el precio de los combustibles y, más recientemente, un alza inusual en el precio de algunos bienes perecibles. Sin embargo, las presiones inflacionarias basadas en el IPCX e IPCX1 están aún contenidas, situándose por debajo del 3%. Con todo, más allá de aumentos puntuales de la inflación del IPC, la evolución de la inflación es consistente con el aumento gradual que se ha venido prediciendo en los meses recientes, sin observarse cambios significativos que requieran de un cambio en la estrategia de reducción gradual del estímulo monetario.

En este escenario y para cumplir con nuestra meta de inflación y asegurarse que la inflación proyectada en los próximos 12 a 24 meses converja dentro del rango meta, es necesario continuar con el retiro gradual del impulso monetario. Por ello, la tasa de política monetaria ha venido aumentando hacia la tasa neutral, consistente con el cierre gradual de las brechas de capacidad.

En la coyuntura actual, y tal como se discutió en la mañana, existen riesgos tanto como para un aumento como para una reducción de las presiones inflacionarias, tal como han señalado quienes lo han precedido en esta votación. El alto nivel de inflación del IPC requiere algún aumento de la tasa de interés para garantizar que los efectos de segunda vuelta, y que shocks transitorios aunque más persistentes de lo esperado, no desanclen las expectativas inflacionarias, lo que en caso que hoy día se mantuviera la tasa de política monetaria, podría significar aumentos más pronunciados y menos deseables en el futuro. En consecuencia, el costo de cumplir el objetivo inflacionario podría aumentar en caso de mantener tasas de políticas monetarias.

Sin embargo, no se puede descartar la posibilidad de que estas presiones se disipen más rápido de lo esperado. Los costos laborales siguen una trayectoria moderada, aunque en el margen éstos pueden ser discutibles. Asimismo, el crecimiento en los próximos trimestres podría ser levemente inferior al que se predecía hace algunos meses, lo que cerraría algo más lento las brechas a diferencia de la hipótesis sostenida con tanta seguridad por la Gerencia de División Estudios. Lo anterior, podría quitar algo de presión inflacionaria lo que, en todo caso, no parece razón suficiente para hacer una pausa en el aumento de la tasa de interés, pero también permite descartar una aceleración del ritmo de normalización de la política monetaria. En todo caso, es importante notar que si bien no ha habido un incremento en los aumentos de la tasa, no han ocurrido pausas tal como se preveía algunos meses, lo que sí representa una velocidad algo más rápida de ajuste en la tasa de interés de política monetaria. Por lo anterior, señala que su voto es por subir la tasa de política monetaria en 25 puntos base.

El Presidente señor Vittorio Corbo, expresa que la economía mundial mantiene un alto dinamismo, aunque los riesgos han aumentado especialmente en el lado de la inflación cuando se saca un saldo en la inflación efectiva que amenaza con desanclar las expectativas de inflación, las favorables condiciones externas y una política monetaria que sigue siendo expansiva resulta del crecimiento del producto mayor a su potencial. En paralelo, el mercado laboral continúa mostrando alto dinamismo y la tasa de desempleo sigue cayendo. Este cuadro macro está asociado a un gasto interno que mantiene un alto dinamismo liderado por la inversión de capital fijo y, en menor medida, por un fortalecimiento del consumo y una inflación subyacente, que tal como se prevé en el Informe de Política Monetaria de septiembre, se acerca gradualmente al centro del rango meta, aunque a un ritmo menor de lo proyectado.



Por otra parte, como resultado en gran medida de shocks de precios de combustibles y de algunos bienes perecibles, la inflación se acelera, superando ya el límite más alto del rango meta. Señala el señor Presidente, que hasta ahora no hay evidencia de que la mayor inflación observada esté teniendo efectos de segunda vuelta en otros precios ni que esté afectando a las medidas de expectativas de inflación en periodos mayores a 12 meses. Le parece que la alta competencia, las utilidades empresariales elevadas y las variaciones acotadas en los costos laborales unitarios protegen, hasta ahora, que se materialicen efectos de segunda vuelta que puedan terminar afectando a la tendencia inflacionaria. Sin embargo, en una economía donde el producto crece por encima de su potencial y con un mercado laboral dinámico, existe el riesgo que el mantenimiento por algunos meses de tasas de inflación por encima del límite superior del rango meta, pueda terminar afectando en forma más duradera la tendencia inflacionaria y desanclar las expectativas de inflación.

En estas circunstancias, estima que el Banco Central de Chile necesita mantenerse atento para evitar que la inflación de tendencia termine alejándose en forma más persistente del centro del rango meta. Consecuente con esta situación, lo apropiado es seguir normalizando gradualmente la política monetaria para que se mantenga el proceso de crecimiento sostenido y la inflación de tendencia anclada en torno al centro del rango meta. Indica, asimismo, que con esta estrategia se reduce también la probabilidad de tener que introducir un alza de la tasa de política monetaria de mayor magnitud en el futuro y también con costos más pronunciados. Por todo lo anterior, su voto también es por subir la tasa de política monetaria en 25 puntos base.

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

#### 85-01-051110 – Tasa de Política Monetaria.

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 4,5% anual.

### III. 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 4,5% anual.

El crecimiento de la actividad en el tercer trimestre fue algo menor a lo previsto en el último *Informe de Política Monetaria*, aunque sigue siendo superior a su tendencia. La inversión mantiene un fuerte dinamismo y el empleo continúa creciendo a tasas elevadas. Las tasas de interés de distintos instrumentos han aumentado en las últimas semanas, pero las condiciones financieras en Chile continúan siendo expansivas. Pese a que la inflación y las tasas de interés en países desarrollados también han aumentado, el entorno externo sigue siendo favorable, persistiendo un elevado precio del cobre y la perspectiva de un crecimiento mundial elevado, aunque con riesgos mayores.





La inflación de octubre se ubicó por encima de las proyecciones previas, por la incidencia de precios de bienes perecibles. Con ello la inflación anual del IPC se ubicó sobre 4% y se espera que se mantenga sobre el rango meta durante los primeros meses de 2006. Las medidas de inflación subyacente IPCX e IPCX1 (que excluyen combustibles, perecibles y algunos servicios regulados, entre otros) siguen hasta ahora bien contenidas, al igual que las expectativas de inflación, las que a plazos superiores a un año se ubican en torno a 3%. Lo anterior es coherente con un aumento transitorio de la inflación anual y su convergencia posterior hacia el centro del rango meta previsto en el último *Informe de Política Monetaria*.

El Consejo estima apropiado reafirmar su compromiso con la estabilidad de precios y su voluntad de reducir el estímulo monetario prevaleciente al ritmo necesario para mantener una trayectoria esperada de la inflación en torno a 3% anual en el horizonte habitual de política de 12 a 24 meses."

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17:45 horas.

JOSÉ DE GREGORIO REBECO  
Vicepresidente

VITTORIO CORBO LIOI  
Presidente

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ  
Consejero

MARÍA ELENA OVALLE MOLINA  
Consejera

NICOLÁS EYZAGUIRRE GUZMÁN  
Ministro de Hacienda

MANUEL MARFÁN LEWIS  
Consejero

JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR  
Ministro de Fe (S)