



ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION DE POLITICA MONETARIA N° 79  
Celebrada el 9 de junio de 2005

---

En Santiago de Chile, a 9 de junio de 2005, siendo las 11,45 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:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;  
Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldívar;  
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;  
Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera Barriga;  
Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic Marinovic;  
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 Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;  
Gerente de Comunicaciones, don Eduardo Arriagada Cardini;  
Secretaria Ejecutiva Gabinete de la Presidencia, señora Cecilia Feliú Carrizo; y  
Secretario General, don Jorge Court Larenas.

Se encuentra también presente, especialmente invitada, la Asesora Macroeconómica del Ministerio de Hacienda, señora Bernardita Piedrabuena Keymer.

Agrega, el señor Presidente que también, se ha invitado al señor Enrique Orellana Cifuentes, Jefe Departamento Análisis de Coyuntura de la Gerencia de Análisis Macroeconómico y al señor Claudio Soto Gamboa, Economista Senior de la Gerencia de Investigación Económica.

I. Fecha Sesión de Política Monetaria del mes de diciembre de 2005.

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de diciembre de 2005, para el día 13 de ese mes.



## II. Exposición.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García, en relación con el análisis de los desarrollos económicos y financieros recientes, señala lo siguiente:

Aunque el entorno macroeconómico ha evolucionado en lo grueso dentro de lo considerado en el Informe de Política Monetaria más reciente, los riesgos internos se han disipado en algo. La actividad ha crecido más rápido y los distintos componentes del gasto interno muestran trayectorias coherentes con lo previsto; la tasa de crecimiento del consumo está gradualmente aumentando y la de la inversión se normaliza. La inflación del IPCX1 ha continuado sin dar sorpresas de consideración y los costos laborales unitarios todavía muestran tasas de crecimiento interanual negativas. El impulso de las condiciones monetarias en Chile continúa apreciándose en los niveles de tasas de interés y el crecimiento de los distintos agregados crediticios y monetarios.

Las condiciones externas que enfrenta la economía chilena siguen favorables, aunque el crecimiento global se ha resentido levemente por la mayor debilidad observada en Europa y, en menor medida, en Latinoamérica. Las circunstancias de inflación contenida e indicadores algo por debajo de lo esperado en los Estados Unidos de América han hecho disminuir las tasas de interés de largo plazo en dólares, a pesar de lo cual el dólar se ha apreciado en especial frente al euro. Luego de caer en mayo, tanto el precio del cobre como el del petróleo ha vuelto a subir.

La actividad industrial tuvo un mayor dinamismo en abril, compensando cierta debilidad observada en marzo. Destacó el impulso de las ramas exportadoras y que destinan su producción al consumo interno. La construcción y el comercio continúan expandiéndose con fuerza, mientras que la actividad minera cayó producto de factores técnicos que se estiman transitorios. El sector energético tendría en el segundo trimestre un crecimiento mayor que el previsto por la mayor generación hídrica. Todo esto lleva a esperar un crecimiento del PIB del orden de 5,9% para el segundo trimestre, tres décimas por sobre lo estimado en el momento del Informe de Política Monetaria de mayo.

Por el lado del gasto, se estima que el consumo se estaría expandiendo en torno a 7% en el curso del segundo trimestre, con un mayor protagonismo del consumo habitual y algo menos por el lado del durable. De manera similar, la formación bruta en maquinaria y equipos continúa su desaceleración gradual y la acumulación de existencias parece estar también atenuándose, además de haber sido aparentemente menor que lo estimado en el primer trimestre de este año. Los antecedentes disponibles muestran un aumento del volumen exportado en torno a 7% durante el primer semestre, e importaciones relativamente constantes, acordes con el comportamiento mencionado del gasto durable y la inversión. La evolución de las cuentas fiscales y del escenario macro en general han motivado una revisión por parte de Hacienda de las proyecciones de superávit para este año, anticipándose que supere el 2% del PIB.

Las tasas de colocación de más corto plazo han mostrado incrementos desde el inicio del proceso de normalización monetaria, incrementos que son superiores al aumento acumulado en la tasa de política monetaria. En todo caso, no se estima que ello sea incoherente con el buen entorno financiero que enfrentan personas y empresas, lo que se continúa apreciando en los elevados saldos líquidos en poder de distintos agentes, en el incremento en el mismo crédito y en las reducidas tasas de interés de más largo plazo.



En el mercado laboral, destaca la sostenida reducción de la tasa de desempleo desestacionalizada, en un contexto en que la ocupación (total y asalariada) continúa aumentando y la participación se mantiene estable. La divergencia sectorial en lo que respecta al crecimiento del empleo sigue persistiendo. El promedio de horas trabajadas se ubica 5% por debajo de un año atrás mientras que el costo de la mano de obra por hora se ha acelerado hasta un crecimiento de 4,6% anual. Sigue pendiente determinar el impacto que eventualmente tenga la reducción de la jornada sobre la productividad por hora. En todo caso, esta última variable ha continuado aumentando a tasas elevadas, por lo que los costos laborales unitarios aún no presentan incrementos interanuales positivos. A pesar de la depreciación nominal del peso, el tipo de cambio real continúa estable en niveles similares a los de un mes atrás.

En conjunto, la inflación ha continuado dentro de lo previsto. En particular, la mayoría de las medidas subyacentes de inflación anual han seguido aumentando de manera gradual, mientras las sorpresas por el alza de la inflación del IPC de mayo se concentraron en las tarifas, que según la nueva información no se revertirían en los meses venideros. Aunque a corto plazo no se espera una aceleración sustancial de los precios, sí se deberían observar hacia fines de este año mayores registros inflacionarios que reflejen la propagación contemplada en el escenario base del Informe de Política Monetaria de mayo del *shock* petrolero de los últimos trimestres. Las expectativas privadas tienden a estar alineadas con un escenario de este tipo.

Con relación al panorama esperado para la tasa de política monetaria, las tendencias recientes en los mercados de renta fija de más corto plazo hacen difícil extraer indicaciones precisas respecto del ritmo de normalización para la política monetaria que esperan estos mercados en el corto plazo. Las encuestas indican un escenario de normalización gradual de la tasa de política monetaria no muy distinto al que se apreciaba hace un mes atrás.

En su conjunto, los riesgos vinculados al escenario internacional siguen presentes, quizá algo más acentuados en el lado del crecimiento global, mientras que aquéllos asociados a la economía interna se han atenuado en algo. El relajamiento coyuntural de las restricciones de gas junto con las recientes lluvias ha disminuido de manera importante la posibilidad de una escasez energética más intensa que la contemplada en el escenario base, mientras que los comportamientos divergentes de los componentes del gasto interno han comenzado a normalizarse.

El escenario externo para la economía chilena se mantiene favorable, aunque con alguna desaceleración del crecimiento mundial por perspectivas más débiles para Europa y América Latina. Destaca la apreciación del dólar, particularmente respecto del euro, debido a la incertidumbre generada tras rechazos a la Constitución Europea en Francia y Holanda, así como perspectivas más débiles para esta región.

La proyección de crecimiento mundial a paridad de poder de compra para el 2005 ha disminuido 0,1 punto porcentual respecto del Informe de Política Monetaria y se mantiene para el 2006. Para el 2005 prima la perspectiva más débil en la zona euro y América Latina, por sobre las revisiones al alza en Estados Unidos de América y Japón. Estas últimas se deben a la incorporación de datos efectivos al primer trimestre mayores que los contemplados. En América Latina, el crecimiento de México y Brasil del primer trimestre fue inferior al esperado, determinando un ajuste a la baja para esta región. Ponderado por los principales socios comerciales, el crecimiento mundial esperado no se modifica respecto del Informe de Política Monetaria.

La proyección de crecimiento de Estados Unidos de América aumentó al considerar las cifras revisadas del PIB del primer trimestre: 3,5% trimestre/trimestre anualizado (0,4 punto porcentual por sobre la estimación preliminar). Las cifras más recientes apuntan a producción industrial y encuestas del sector manufacturero algo más débiles, no obstante el consumo sigue dinámico apoyado por la recuperación del mercado laboral.



El panorama en la zona euro continuó decepcionando. Al débil crecimiento del primer trimestre se han sumado indicadores de producción industrial, confianza de consumidores y clima de negocios que han deteriorado las perspectivas para esta región. Así, la proyección de crecimiento de la zona para el 2005 cae 0,3 punto porcentual respecto del Informe de Política Monetaria.

En Japón el crecimiento del primer trimestre, 5,3% trimestre/trimestre anualizado, prácticamente duplicó las expectativas. Con ello, y considerando las buenas perspectivas que se tienen para el mercado laboral y los resultados de las empresas, se mejoran las proyecciones para esta economía.

Se observó una disminución en el precio del petróleo durante mayo, asociada a un escenario de menor escasez. Los inventarios de petróleo en Estados Unidos de América alcanzaron su mayor nivel en seis años, y la OPEP redujo marginalmente su estimación de demanda mundial para el 2005. No obstante, en los últimos días el precio aumentó debido a preocupaciones por el abastecimiento de gasolina al inicio de la temporada de mayor demanda en el hemisferio norte. En cuanto a las perspectivas de mediano plazo, las proyecciones de bancos de inversión, así como el precio de los futuros, no muestran cambios significativos desde el Informe de Política Monetaria. De esta forma, las proyecciones del precio del barril se mantienen en US\$ 48 y US\$ 42 el 2005 y el 2006, respectivamente.

El precio del cobre se redujo durante mayo según lo esperado, promediando US\$ 1,47 la libra. En la primera quincena, el precio disminuyó por noticias de mayores holguras en China, a las que se sumó una importante caída en la participación de los inversionistas. Esta reducción se revirtió en las últimas semanas, a pesar de la apreciación registrada por el dólar, ante favorables indicadores de demanda en Estados Unidos de América y China, así como algunas señales de incertidumbre por el lado de la oferta y la continua caída en los inventarios. Con todo, las proyecciones se mantienen en US\$ 1,39 la libra para el 2005 y en US\$ 1,20 para el 2006.

En los mercados financieros desarrollados se ha observado una tendencia a la baja en las tasas de interés de largo plazo. El rendimiento del bono a diez años en Estados Unidos de América disminuyó a valores bajo 4% en las últimas semanas, más de treinta puntos base por debajo de su nivel de principios de mayo. Esto se explica, en parte, por indicadores de confianza y actividad del segundo trimestre algo más débiles que lo anticipado, en un contexto de inflación bien contenida. Por su parte, la baja reciente de las clasificaciones de riesgo de empresas del sector automotor en Estados Unidos de América generó un efecto sustitución *flight-to-quality* desde bonos corporativos y acciones hacia bonos del tesoro, presionando a la baja el rendimiento de estos últimos. El rendimiento del bono a 10 años en euros muestra una trayectoria similar, situándose en torno a 3,2%, congruente con la debilidad de la economía europea.

Respecto de las tasas de política, no ha habido cambios en las expectativas que se tenían a principios de mayo. La Reserva Federal ha mantenido el lenguaje de alzas mesuradas, por lo que se estima que esta continuaría con un proceso de aumentos graduales. Los mercados anticipan que la tasa de interés de política monetaria llegaría a 3,75% a fines de 2005. En la zona euro, la debilidad de la actividad económica y una inflación que se sitúa en torno al objetivo indican que el proceso de normalización de tasas de interés se iniciaría recién el 2006, no descartándose una reducción durante el segundo semestre de este año.

En relación con las paridades internacionales, el dólar experimentó una apreciación significativa durante el último mes: en torno a 4,5% en relación con el euro y 1% respecto del yen. En el primer caso, ha sido un factor relevante el resultado negativo del referéndum en Francia para la aprobación de la Constitución Europea, así como la debilidad que exhibe la economía europea. De la misma manera, mejores indicadores del sector externo en Estados Unidos de América han ayudado a fortalecer el dólar en los mercados internacionales. No obstante, los desbalances en Estados Unidos de América mantienen las expectativas de una depreciación del dólar en el mediano plazo.





En los mercados emergentes, las condiciones de financiamiento se mantienen positivas. Si bien a principios de mayo los *spreads* soberanos aumentaron, más recientemente se han movido a la baja motivados por la preferencia de los inversionistas por activos de alto retorno en economías emergentes y precios de productos básicos que se mantienen altos, favoreciendo a estas economías. En este escenario, se ha observado una activa colocación de bonos, que continúan mejorando el perfil de obligaciones de las economías emergentes.

Las tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile presentaron evoluciones mixtas desde la reunión de mayo. Para los instrumentos reajustables, Bonos Reajustables de Banco Central, se mantuvieron estables en 2,1% a cinco años y 2,3% a diez. Asimismo, las tasas de interés de los bonos nominales a dos años, Bonos en Pesos CP-2, no mostraron cambios manteniéndose en torno a 4,6%. Por su parte, las tasas de interés de los BCP-5 y 10 disminuyeron entre 15 y 20 puntos base hasta 5,1% y 5,6%, respectivamente, coincidiendo con la caída de las tasas de interés externas nominales.

Las tasas de interés de los PDBC mostraron una caída considerable, desde 3,77% al cierre del Informe de Política Monetaria, a valores incluso inferiores al de la tasa de política monetaria: 2,7% a fines de mayo. Esto puede obedecer al cambio en la normativa de Reserva Técnica, que ya no permite el uso de la facilidad permanente de depósito en moneda nacional como instrumento para constituir dicha Reserva.

Desde la reunión de mayo, la compensación inflacionaria de mayor plazo implícita en los documentos nominales ha caído, ubicándose entre 2,7% y 3,3% según el plazo. Las expectativas obtenidas de las encuestas a las mesas de dinero anticipan inflaciones de 2,9% y 3,1% a uno y dos años plazo, respectivamente. La encuesta de expectativas de junio indica que a un año plazo la inflación esperada aumenta a 3% (+ 0,1 punto porcentual) y a dos años se mantiene en 3%.

Desde el Informe de Política Monetaria de mayo la curva *forward* cayó, pese a lo que tomada literalmente continúa anticipando un cambio de la tasa de política monetaria significativamente por sobre el que se deduce de las expectativas del mercado. Al igual que al cierre del Informe de Política Monetaria, se estima que su trayectoria no necesariamente puede atribuirse a una aceleración de las expectativas de normalización de la política monetaria. Con todo, a diciembre de este año sitúa la Tasa de Política Monetaria en 4,7%, y en 5,7% a diciembre de 2006. La encuesta de expectativas de junio considera un aumento mucho menor para la tasa política monetaria. Se anticipa un incremento de 25 puntos base para este mes y de otros 50 durante el segundo semestre.

En mayo, la tasa de crecimiento anual del M1A fue menor que la de abril (17%). A pesar de ello, los residuos de la proyección habitual de dinero (de corto y largo plazo) volvieron a desalinearse en magnitud considerable. Por su parte, el M2A y el M7 aumentaron sus tasas de crecimiento entre 1 y 2 puntos porcentuales. Al revisar por componentes se detecta el importante incremento anual de los depósitos a plazo (28%). Las Administradoras de Fondos de Pensiones se han comportado de manera similar al resto de los agentes privados.

De acuerdo con lo anterior, la velocidad del M2A y el M7 habría aumentado respecto del mes pasado, mientras la del M1A se mantiene en los valores de los meses previos: entre 4% y 21%.

La deuda bancaria total registró en mayo, por cuarto mes consecutivo, una variación anual del orden de 15%. Entre los créditos a personas, los de consumo presentan un crecimiento de casi 24% y una velocidad de expansión algo mayor en el margen, mientras los de vivienda anotan un incremento anual similar al del mes anterior (22%), pero una velocidad de expansión que sigue disminuyendo. La tasa de interés promedio de los créditos de consumo aumentó 90 puntos base en mayo, situándose en 26,6%. Las tasas de interés de las letras de crédito hipotecario en unidades de fomento se ubican en niveles inferiores comparadas con los meses anteriores: con



duración de 5 a 6 años, clasificación AA y tasa facial entre 4% y 5%, promediaron 3,6% en mayo, mientras las con tasa facial entre 5% y 6% promediaron 4,2%.

La deuda bancaria de las empresas se mantiene con tasas de crecimiento anual del orden de 12% aunque con una velocidad de expansión algo menor a la de los meses previos. Este resultado obedece, principalmente, a la estabilidad de la tasa de variación anual de las colocaciones comerciales. La tasa de interés promedio de los préstamos comerciales fue de 10% en mayo, cifra que representa un aumento del orden de 90 puntos base respecto de abril.

La colocación de bonos volvió a cobrar dinamismo en mayo con emisiones superiores a UF12 millones, destinadas principalmente a financiar inversión. Entre las emisiones sobresale la de la Corporación del Cobre por UF6,9 millones, a 20 años y a una tasa de 3,3% anual.

Desde la reunión de mayo el IPSA aumentó 2,4%; con lo que este indicador acumula en el año una variación de 12% medida en pesos y de 5,4% en dólares. La evolución de la bolsa chilena ha respondido mayormente a las noticias internas. En los dos últimos meses de este año los volúmenes transados alcanzaron valores históricos: del orden de \$ 60.000 millones diarios.

Al igual que el índice de Chile, el índice MSCI —que agrupa las principales bolsas del mundo— aumentó: 2% desde la última reunión. Los índices bursátiles de Estados Unidos de América en tanto, subieron luego de que se dio a conocer que el crecimiento de la economía en el primer trimestre había superado lo esperado. Así, el *Nasdaq* se incrementó 5,4% y el *Dow Jones*, 3,1%.

En los días previos a la reunión de mayo, la paridad peso/dólar registró el mínimo valor del mes: \$ 571. Desde ese momento ha perdido valor, cotizándose en la actualidad por sobre \$ 590 por dólar, equivalente a una depreciación de 2,5% desde la reunión anterior. La trayectoria del peso frente al dólar estadounidense respondió a un fenómeno global que experimentó la mayoría de las monedas de economía relevantes para el comercio internacional chileno. Así da cuenta el *broad index*, índice multilateral de Estados Unidos, que varió 1,4% en igual lapso.

Considerando canastas de monedas, la depreciación del peso es menor: 1,4%, 0,5 y 0,9% para el TCM, TCM-5 y el TCM sin las economías dolarizadas, respectivamente.

En cuanto a las perspectivas para el tipo de cambio, de la encuesta de expectativas de junio se desprende que a un año plazo el peso se depreciaría 1,7% respecto de su nivel actual, valor que llega a 3,7% en dos años. El diferencial entre tasas nominales internas y externas se ha mantenido estable desde mediados de abril.

El tipo de cambio real de mayo cayó levemente en mayo respecto de abril: 0,6%. Por su parte, el TCR-5 disminuyó 1,2%. El valor del tipo de cambio real estimado para junio se ubica en 100,6. El diferencial entre tasas reales internas y externas detuvo la caída que venía sufriendo durante el año.

Para el primer trimestre de este año las cuentas nacionales trimestrales reflejan un crecimiento de la demanda interna en torno a 1 punto porcentual menor que el incluido en el escenario base del de Política Monetaria, esto por menor acumulación de existencias. Algo cualitativamente similar ocurre con las proyecciones para el segundo trimestre.

Según indicadores recientes la evolución del consumo privado está aproximadamente en línea con proyectada en el escenario central del Informe de Política Monetaria de mayo. A su vez, los determinantes de este siguen apoyando un panorama favorable: el empleo ha continuado aumentando y las condiciones crediticias para el consumo siguen favorables, a pesar de que las expectativas de los consumidores se mantienen marginalmente en la zona de pesimismo. Respecto de esto último, en mayo las expectativas de los consumidores (Índice de Percepción



Económica) volvieron a empeorar —aunque a un menor ritmo que el observado anteriormente— por una caída de la percepción del país.

Los indicadores parciales de consumo habitual de abril no muestran cambios relevantes respecto de los meses previos. Las ventas de supermercados INE crecen a tasas anuales del orden de 8%, similar al promedio de 2004. Las ventas de bienes de consumo no durable (Cámara Nacional de Comercio), a su vez, crecen a tasas anuales por sobre las de fines del año pasado.

Los indicadores parciales de bienes de consumo durable, en tanto, continúan creciendo a tasas anuales de dos dígitos: 10% las ventas de la Cámara Nacional de Comercio y 27% las ventas de automóviles nuevos.

En el segundo trimestre se continuaría acumulando existencias aunque a un ritmo un poco menor que el considerado en el escenario base del Informe de Política Monetaria, para alcanzar en el año móvil a 1,7% del PIB. Este cambio se explica por menores importaciones de bienes de consumo, un mayor incremento de las exportaciones y a una mayor utilización de existencias de bienes intermedios reflejado en el aumento de la actividad.

Los resultados entregados por el Indicador Mensual de Confianza Empresarial entregan un panorama general coherente con lo anterior, pero heterogéneo a nivel sectorial.

La información reciente de la formación bruta de capital fijo y, en particular, de las importaciones de bienes de capital sigue dando cuenta de una atenuación de la inusual fortaleza que mostraban en trimestres anteriores.

El indicador mensual de confianza empresarial de mayo mantuvo la percepción optimista del mes anterior (59 puntos), aunque con cambios a nivel sectorial. Solo el sector de la minería aumentó su optimismo, pasando a liderar el índice.

La proyección de la formación bruta de capital fijo para el segundo trimestre de 2005 muestra menor crecimiento y velocidad de expansión que en períodos anteriores —explicado por el componente de maquinaria y equipos (44% de la formación bruta de capital fijo)— aunque sigue algo por encima de lo proyectado. En particular, en mayo el nivel desestacionalizado de las importaciones de bienes de capital crece a tasas menores que en meses previos.

Sin perjuicio de lo anterior, destaca que los niveles de la inversión en maquinaria y equipos continúan elevados y que el dinamismo de este componente ha sido generalizado.

El componente construcción y obras de ingeniería (56% de la formación bruta de capital fijo) se mantuvo estable en mayo, en torno a sus altos niveles proyectados, acorde a los antecedentes de demanda de insumos, permisos de edificación e información de la Corporación de Bienes de Capital. Por otro lado, en abril las ventas desestacionalizadas de viviendas a nivel nacional disminuyeron por segundo mes consecutivo.

En abril, el balance presupuestario acumulado en doce meses del Gobierno Central llegó a 3,8% del PIB. Este resultado se dio en un contexto de mayor crecimiento tanto de los ingresos presupuestarios (21,2% anual) como de los gastos presupuestarios (4,8% anual) respecto del mes anterior.

Entre los ingresos presupuestarios destacan: tributarios (11,2% anual), cobre bruto (364% anual) e imposiciones previsionales (11,7%), los cuales aportan 22,3 puntos porcentuales del crecimiento. Entre los gastos presupuestarios sobresalen: personal (5,7%), bienes y servicios (13,2%), subsidios y donaciones (6,2%) e inversión pública (5,1%), los cuales explican 4,6 puntos porcentuales del crecimiento.

h



Respecto del avance sobre lo presupuestado, en abril los ingresos y gastos alcanzaron a 42% y 30,3%, respectivamente. Los primeros superaron el promedio histórico, mientras los segundos estuvieron de acuerdo con lo presupuestado.

La actualización de las proyecciones para el 2005 de las estadísticas financieras del Gobierno Central realizadas por la autoridad fiscal indicó que los supuestos macroeconómicos se ajustaron hacia valores similares a los considerados en el Informe de Política Monetaria de mayo. Aun así, el balance estimado por la autoridad fiscal (2,2%) supera la estimación del Banco (1,6%) debido, principalmente, a un mayor impuesto a la renta.

Se estima que en el segundo cuarto del año el incremento anual del volumen de las exportaciones sería superior al del trimestre previo. Esto se explica por la mayor cantidad de exportadores de los sectores industrial y agrícola. Con todo, en mayo las exportaciones alcanzaron a US\$ 3.260 millones (13,8% anual).

El crecimiento de la cantidad importada del segundo trimestre sería inferior al del primer cuarto del año, explicado por menores volúmenes importados en bienes de consumo y de capital. Los bienes intermedios, en tanto, tendrían un crecimiento de la cantidad importada superior al del trimestre previo, afectado, en parte, por mayores internaciones de petróleo. Con todo, en mayo, las importaciones alcanzaron a US\$ 2.400 millones (20,4% anual).

En abril la cuenta de capital y financiera registró egresos netos de US\$ 314 millones, equivalentes a US\$ 1.268 millones si se excluyen los activos de reserva. Este resultado fue producto de flujos positivos de inversión directa (US\$ 812 millones) y otra inversión (US\$ 774 millones), contrarrestados por egresos netos de activos de reservas (US\$ 1.582 millones), inversión de cartera (US\$ 275 millones) e instrumentos financieros derivados (US\$ 43 millones).

En abril, el crecimiento anual de la actividad (6,3%) fue cerca de 1 punto porcentual superior al previsto la reunión anterior, mientras la velocidad instantánea se acercó a cifras del orden de 6% anual. El resultado de abril se explicó principalmente por la actividad industrial, la construcción y el comercio. Parte se contrarrestó con la caída del sector minero.

La actividad industrial retornó a tasas de crecimiento en torno a 10% anual, con una velocidad de expansión cercana a 6% anual. Todos sus componentes mostraron alto crecimiento, en particular las ramas ligadas al mercado externo y el consumo.

La producción minera tuvo una variación anual negativa en abril debido a factores transitorios, que provocan una tasa de crecimiento del sector en el segundo trimestre menor que la incluida en el escenario base de mayo.

El sector construcción continúa creciendo por sobre el 9% anual. En abril, los despachos de cemento y materiales de construcción también mostraron mayor dinamismo, alcanzando tasas de crecimiento anual de 18% y 10%, respectivamente.

Para el segundo trimestre de este año, se estima que la actividad agregada crecería cerca de 6% anual. Este crecimiento resulta mayor que el previsto en el Informe de Política Monetaria de mayo, y se relaciona principalmente con un mejor desempeño de la industria dados los datos conocidos de abril. Los sectores industria, comercio y construcción explicarían parte importante de la actividad total. Por otra parte, en electricidad, gas y agua se verificaría una mayor tasas de crecimiento anual producto de la mayor generación de energía hídrica que ahora se estima.





Según la información reportada por el INE para el trimestre móvil finalizado en abril de 2005, tanto el empleo total nacional como el privado continuaron con altas tasas de crecimiento en doce meses: 3,6% y 3,3%, respectivamente. Descontando efectos estacionales, respecto del trimestre móvil previo se verificó un aumento cercano a 10 mil y 6 mil puestos de trabajo para el empleo nacional y privado, respectivamente.

Por categoría ocupacional, el empleo asalariado continuó creciendo con fuerza (5,1% anual), en contraposición a la dinámica del empleo por cuenta propia, que registró en abril una variación anual de -0,3%. A nivel sectorial, el empleo ligado al comercio creció en torno a 7% anual, cifra que no se observaba desde septiembre de 1997. La ocupación industrial INE continuó disminuyendo aunque con menor fuerza, a la vez que la medida por la Sociedad de Fomento Fabril para abril no mostró cambios respecto del mes anterior. Por su lado, el empleo en el sector construcción y servicios continuó dinámico.

La tasa de desempleo nacional del trimestre móvil finalizado en abril fue 8,2%, esto es, medio punto porcentual por debajo de la de igual período del año anterior. Descontando efectos estacionales volvió a disminuir: -0,1 punto porcentual con respecto a marzo.

En mayo, las vacantes de trabajo no presentaron cambios relevantes: se mantuvieron los niveles desestacionalizados y la tasa de crecimiento anual en torno a 1%. Parte de la reciente divergencia que este indicador ha mostrado respecto del empleo asalariado puede atribuirse por el incremento del empleo en la construcción. Este sector, cuyas ofertas de empleo son difíciles de medir, no se incluye en el índice de vacantes.

Según la información a mayo, las expectativas de hogares y empresarios respecto de la evolución del mercado laboral en los próximos meses, ambos indicadores registraron un mayor optimismo que el mes previo.

En mayo, el IPC tuvo una variación mensual de 0,3%, cifra que fue de 0,5% para el IPCX y 0,2% para el IPCX1. Así, el incremento del IPC en doce meses llegó a 2,7%, mientras el del IPCX se situó en 2,4% y el del IPCX1, en 1,7%.

Las principales alzas del mes se produjeron en el grupo transporte (0,8%), seguido de vivienda (0,4%), alimentación (0,2%) y equipamiento de la vivienda y otros, ambos con (0,1%). No se consiguieron variaciones en los grupos vestuario, salud y educación y recreación.

Respecto de lo proyectado en la reunión anterior, hubo sorpresas tanto en el IPC como en el IPCX, no así en el IPCX1. Las principales diferencias estuvieron en las tarifas de teléfonos y agua potable incluidas en vivienda. En los teléfonos no se verificó el efecto de los cobros retroactivos por la entrada en vigencia del nuevo decreto tarifario del sector que se supuso en el escenario base del Informe de Política Monetaria. De acuerdo con la nueva revisión de la información por parte del INE, no se verificarían cambios por este concepto, por lo que esta sorpresa no se revertirá. En cuanto a las tarifas del agua potable, las diferencias provinieron del desfase en la entrada en vigencia del decreto tarifario del sector de marzo. Como en ocasiones anteriores, esto último provocará efectos sube/baja en el IPC de mayo a julio, aunque de magnitud considerablemente menor que la de otros episodios y que no altera el escenario de mayo.

La velocidad instantánea del incremento de la inflación del IPCX1 aumentó respecto del mes anterior, aunque en términos anualizados se mantiene por debajo de 2%. En el caso del IPC e IPCX, aumentó por la incidencia de una sola vez de tarifas y combustibles.

Todas las medidas alternativas de inflación subyacente, esto es, el IPCX2 y las medias podadas de IPC, IPCX e IPCX1, presentaron trayectorias al alza, continuando con la tendencia de gradual aumento de meses anteriores. En la actualidad se encuentran en niveles comparables con los observados a fines de 2003.



El señor Presidente hace presente sobre el particular, que la política del Banco no es la de cambiar las proyecciones semana a semana y cree que no existen elementos suficientes todavía para modificarlas.

El Consejero señor Marfán comenta también en cuanto al escenario internacional, que el Fondo Monetario había efectuado una revisión a la baja de su proyección de tasa.

El señor Presidente comenta, que en el entorno macroeconómico, en el cuadro general, Europa se ve más débil, y en menor medida, en América Latina. En cuando a Estados Unidos de América está en el margen algo mejor de lo que se apreciaba hace unos meses atrás. Por su parte, Japón se encuentra en la misma situación. Asimismo, aunque es extrapolar, también estamos medio punto por encima que hace un mes atrás.

Con relación a los mercados financieros nacionales, el señor Ministro de Hacienda consulta sobre las razones del alza y posterior de las tasas de interés de los Pagarés Descontables del Banco Central.

El relación a este tema el Gerente de División Política Financiera, señor Luis Oscar Herrera, señala que, en su opinión, la evolución de estas tasas refleja los cambios en la estructura de remuneración de los depósitos en moneda nacional que sirven para constituir reserva técnica. Hasta el 8 de junio pasado, estos depósitos se remuneraban en 25 puntos base bajo la tasa de política monetaria, ahora se remuneran 100 puntos base bajo la misma tasa. Esta situación aumentó el atractivo de los Pagarés Descontables del Banco Central para constituir reserva técnica y, en consecuencia, llevó a reducir su tasa de interés. Antes de este cambio, los Pagarés Descontables del Banco Central eran una opción menos atractiva, lo que explica porque caen sus tasas. El aumento previo obedece a la trayectoria general de las tasas de interés de corto plazo.

Consulta nuevamente el señor Ministro si esto no tiene que ver con el episodio de falta de liquidez. Al respecto, el señor Herrera hace presente que, en su opinión, la evolución de la tasa de los Pagarés Descontables del Banco Central de Chile refleja principalmente la evolución de aspectos relacionados con la liquidez y específicamente con los requerimientos de Reserva Técnica y el costo alternativo de los instrumentos que se usan para constituirlos. Esta situación distorsiona la lectura que se puede hacer a partir de este instrumento acerca de las expectativas sobre la política monetaria.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señala, que en cuanto a la compensación inflacionaria ésta ha disminuido y eso es un componente que tiene que ver con los cambios en la inflación esperada para los próximos meses, respecto a la inflación que se observó en los últimos meses del primer trimestre de este año. La evidencia que se tiene indica que esta compensación inflacionaria, el componente de premio de esta compensación inflacionaria, es decir, aquél componente que queda si uno le resta las expectativas de inflación que dan las mesas de dinero, ese tiende a ser muy sensible a cambios esperados en la inflación mes a mes. Agrega el señor Gerente que ni siquiera las sorpresas inflacionarias tienen una magnitud muy importante, es el hecho de pasar de meses con inflaciones más altas a meses con inflaciones más bajas, aunque eso sea esperable también, es deseable que esta compensación se mueva en esa forma. En consecuencia indica, no tendríamos acá elementos de sorpresa muy significativos en la trayectoria a la baja desde este momento acá y tampoco los habría habido en el incremento previo que se vio hasta el Informe de Política Monetaria de mayo.



El Gerente de División Estudios, señor Rodrigo Valdés, comenta que la capacidad que tiene el mercado para arbitrar está un poco restringida por la normativa. La venta corta, por ejemplo, que podrían hacer las Administradoras de Fondos de Pensiones de papeles del Banco Central de Chile, no pueden realizarla, lo que dificulta los arbitrajes.

El Gerente de División Política Financiera, interviene para señalar que algunos inversionistas parecen privilegiar el alto retorno nominal de corto plazo asociado a variaciones puntuales de la UF, por sobre un menor retorno promedio de los instrumentos en UF que se devenga durante un plazo largo. Agrega que en algunas ocasiones, cuando se producen aumentos puntuales y significativos del IPC, se observan aumentos extraordinarios de la tasa de interés nominal, lo que se interpreta como un aumento de la expectativa de inflación, pero en realidad puede corresponder a un cambio en el premio.

También indica el señor Herrera, que el retorno nominal en teoría se ve compensado después porque las tasas bajan inicialmente y después vuelven a subir. Algunos inversionistas dejan eso devengándose a la tasa histórica entonces, lo que aprecian es una compensación al muy alto retorno en el corto plazo, y un bajo retorno durante un período largo de tiempo.

El Consejero señor Marfán, señala que no le convence ese razonamiento, porque las ganancias de capital que hay en una pequeña fluctuación de la tasa de interés en un bono a diez años, significa que a uno le conviene comprar un mes y vender al mes siguiente, para efectuar una buena utilidad o arbitrar.

El Presidente, señor Vittorio Corbo señala que también la diferencia no es solamente la inflación esperada, también está el riesgo, entonces el riesgo cambia, a veces hay riesgo de liquidez y a veces hay riesgo de inflación, eso se ocupa para mirar tendencias, cuando había preocupación, sin lugar a dudas en septiembre y fines de 2003 hubo una gran intranquilidad porque se fue para abajo sistemáticamente y no se tenía una razón, hace presente que se estudió mucho este gráfico cuando se decidió bajar las tasas de interés dos veces, en diciembre de 2003 y enero de 2004. Agrega que cuando ya se tuvo claro que no era ruido y era una cosa que seguía para abajo se bajó un punto la tasa usando esa información.

El Gerente de División Internacional, señor Jadresic, ante una consulta sobre la situación en otros países, señala sobre el mismo tema, que en los datos para los bonos a diez años plazo de Estados Unidos de América, en el último año se han visto fluctuaciones de expectativas de inflación que estaban en junio del año pasado casi a 2,80 y que bajó a niveles de 2,25 en tres meses y medio. Agrega que las comparaciones que se han realizado para bonos a mediano plazo indican que en el caso de Chile no se observa mas volatilidad que lo que se observa en los Estados Unidos de América.

En cuanto a demanda agregada, el señor Gerente de Análisis Macroeconómico señala que estima necesario anotar un par de cosas, primero, que en el primer trimestre de este año, se indicó en la minuta de antecedentes que se produjo una modificación en muestras estimaciones. En el Informe de Política Monetaria de mayo se esperaba un crecimiento de 5,7%. Sin embargo, indica que antecedentes posteriores señalan que el crecimiento del PIB fue de 5,8% pero con un menor dinamismo de la demanda interna.



En mayo, se observó un aumento de los ítemes que bajan de precio en contraposición a los que suben. Al mismo tiempo, disminuyeron levemente los que no cambian de precio.

El índice de precios al productor (IPP) tuvo una variación anual de 8,4% en mayo (10,9% el mes anterior). Considerados los precios con correspondencia en el IPCX1, la variación llegó a 2,1% (1,9% el mes anterior).

Las medidas de márgenes tuvieron descensos leves de acuerdo con la última información conocida. Se observa este comportamiento tanto para la relación de precios con correspondencia en el IPCX1 e IPP, como para la medida de márgenes de durables incluidos en el IPC y el IPM.

En abril tanto la tasa de crecimiento anual del costo de la mano de obra total (CMO) como la del CMOX se ubicaron en 4,6%. Esto significó un nuevo aumento respecto de diciembre —3,2% el CMO y 2,2% el CMOX— que se asocia al efecto del cambio en la jornada laboral.

Respecto de los costos laborales unitarios, en abril la tasa de crecimiento anual del Costo Laboral Unitario total se mantuvo en cifras negativas. Descontando servicios comunales, sociales y personales, para electricidad, gas y agua y minería (CLUX), se aprecia un comportamiento similar.

Los supuestos para el petróleo *Brent* no se modifican significativamente respecto del escenario base de mayo, con precios para el segundo trimestre cercanos a US\$ 50 por barril. Además, dada la evolución reciente del tipo de cambio, se corrige al alza el supuesto del precio del dólar. Contando ambos elementos, se confirma que la tarifa de la locomoción colectiva bajará \$ 10 a mediados de mes y se sigue esperando que caiga otros \$ 10 a mediados de julio. Para fines de año, sin embargo, desaparece del escenario base la caída de \$10 considerada en el cuarto trimestre. Esto implica que la inflación IPC de fines de 2005 es, por este concepto, 0,15 puntos porcentuales mayor que la incluida en el Informe de Política Monetaria. Respecto de las tarifas telefónicas, la evaluación del INE del efecto del nuevo decreto llevó a no incluir efectos retroactivos en la cuenta tipo del IPC, por lo que desaparece del escenario de corto plazo la incidencia que se supuso por este concepto. A ello se suma el efecto retroactivo de la entrada en vigencia del decreto del sector sanitario (agua potable). El impacto combinado de ambas noticias es del orden de 0,1 punto porcentuales de mayor inflación IPC para fines de año.

En junio, el IPC, IPCX e IPCX1 tendrían una variación mensual de 0,2% (2,5%, 2,3 y 1,7% anual, respectivamente). La proyección de inflación IPCX1 de corto plazo no contempla cambios relevantes respecto del escenario base de mayo. La inflación del IPC y el IPCX, en cambio, aumentan a consecuencia de las noticias de mayo y el nuevo escenario de tarifas comentado previamente. La inflación anual del IPC se ubicaría en 3,1% a fines de año, valor 0,3pp. mayor que el del Informe de Política Monetaria y explicado totalmente por el cambio en las tarifas de teléfonos, agua potable y locomoción colectiva.

El Presidente don Vittorio Corbo ofrece la palabra para comentarios.

El Gerente de División Internacional, señor Esteban Jadresic, señala que le parece necesario que tanto el precio del petróleo como del cobre en las últimas semanas han experimentado una tendencia mayor al alza. Señala que, si bien no afecta las proyecciones centrales que se han presentado por la Gerencia de Análisis Macroeconómico, ello implica que actualmente el balance de riesgos respecto a esas proyecciones es de precios más altos. En otras palabras, hoy día puede verse un riesgo de que si hubiese que hacer las revisiones, éstas posiblemente serían al alza.





El señor Ministro consulta cual sería la cifra definitiva.

Sobre el particular el Gerente de División Estudios, señor Rodrigo Valdés, acota que aquí se esta comparando la información disponible para el Informe de Política Monetaria de mayo con lo que hoy día se sabe, lo que es distinto a comparar lo que hoy se sabe respecto de las cuentas nacionales al primer trimestre. Respecto de esto último, la información es en todo caso muy parecida, la única diferencia es una décima de crecimiento.

El Gerente de Información e Investigación Estadística, señor Ricardo Vicuña agrega a lo anterior, que con la información actual es 5,8%, pero existe una serie de cambios que todavía pueden suceder y, por lo tanto, la próxima publicación, en un trimestre más podría ser 5,8% o volver a 5,7% o podría subir a 5,9% pero esta es la última información disponible.

Agrega el señor Vicuña que el 2004 se revisa actualmente haciendo la cuenta efectiva, ya que lo del año pasado fue simplemente una estimación preliminar, sin cuentas, entonces durante este año se empieza a efectuar por primera vez la cuenta de 2004 y se publica anualmente el próximo año, en el mes de marzo.

El Consejero señor Marfán, hace presente que desea efectuar algunas reflexiones. Indica, que se tenía como un escenario de riesgo en el Informe de Política Monetaria, el aumento de existencias observado, podía ser no deseado y que, por lo tanto, podría haber algún elemento menos expansivo de la demanda interna. Le parece que las cifras están confirmando que el escenario central era el correcto, en el sentido de que existe una evolución de la variación de existencias incluso debajo del escenario central y, el consumo ha estado creciendo bien. Lo anterior tiende a validar el escenario central en materia de demanda interna, tal vez un poco mayor que lo que está en ese escenario, por lo que está ocurriendo con la inversión. Sin embargo, señala que le llama la atención que las exportaciones, que fue el tema que se discutió largamente, en el Informe de Política Monetaria, venían en una proyección muy baja y que tiende a confirmar que las exportaciones tienen un dinamismo difícil de prever.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor García señala, que respecto de las exportaciones en particular, estima que deben separarse varias cosas. En el primer trimestre, la modificación se ve con lo que ocurre con servicios, con la incorporación de éstos en la cuenta de exportaciones trimestrales. Agrega, que los volúmenes no se alteran respecto al Informe de Política Monetaria. En cuanto al segundo trimestre, en tanto, la modificación al alza tiene que ver con algunos sectores que llevan al cambio de los precios, principalmente, en el sector agrícola.

El Presidente, señor Vittorio Corbo, suspende la Sesión a las 13:10 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° 79.

Se deja constancia que no se encuentra presente en la Sala, la Secretaria Ejecutiva del Gabinete de la Presidencia, señora Cecilia Feliú Carrizo.

4



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

Al respecto, el señor Gerente de División señala que:

1. En la reunión de política monetaria de mayo, el Consejo decidió aumentar la tasa de interés de política en 25 puntos base, a 3,25%. En esta decisión se consideró que el crecimiento de la actividad, aunque más atenuado que en trimestres pasados, seguía siendo superior a su tendencia y que, más allá de movimientos inusuales en precios específicos y de la incidencia directa que tiene el alza del precio del petróleo, la tendencia inflacionaria seguía aumentando gradualmente, en línea con lo previsto.
2. Los antecedentes acumulados desde la última reunión muestran que las condiciones externas, tanto reales como financieras, se mantienen favorables. Las tasas de interés de largo plazo de las principales economías han disminuido. Si bien los precios del petróleo y del cobre han vuelto a aumentar en las últimas semanas, ello no modifica el escenario promedio esperado para este año.
3. Internamente, el crecimiento de la actividad sigue siendo sólido, por encima del crecimiento del PIB de tendencia, y la heterogeneidad sectorial se ha ido atenuando, especialmente entre los sectores no ligados a recursos naturales. La demanda interna ha seguido creciendo a tasas elevadas, y sus distintos componentes aparentemente están en trayectorias coherentes con el escenario central de proyecciones. Las cifras del mercado laboral han continuado mostrando un panorama positivo. Varias de las fuentes de riesgos para el escenario de crecimiento —abastecimiento de gas natural, hidrología, dinámica de los inventarios y del consumo— se han debilitado algo.
4. Las condiciones financieras internas siguen siendo claramente expansivas, lo que se aprecia en el alto crecimiento de los agregados de crédito y dinero y en el nivel de las tasas de interés.
5. Con respecto a los precios, la inflación mensual del IPC superó la proyección por más de dos décimas, mientras que el IPCX1 estuvo en línea con lo esperado. Las medidas de la tendencia de la inflación anual siguen aumentando gradualmente, mientras los costos laborales unitarios se mantienen bien contenidos, a pesar del mayor aumento de los salarios por hora.
6. Con los antecedentes disponibles, las opciones que parecen más plausibles para esta reunión son aumentar la tasa de política monetaria en 25 puntos base o mantenerla en su nivel actual.
7. La sintonía de los antecedentes con el escenario central de proyecciones es coherente con mantener la estrategia aplicada desde septiembre pasado. En particular, el aumento progresivo de la tendencia inflacionaria dentro de lo previsto y el hecho de que el crecimiento de la actividad continúa sobre su tendencia apoyan la necesidad de continuar con la normalización pausada de la política monetaria, la que aún es claramente expansiva. Como se ha discutido en otras oportunidades, en un mes particular tanto un alza acotada como una mantención de la tasa de política monetaria son congruentes con esta estrategia. Para diferenciar en esta oportunidad entre ambas opciones es pertinente revisar las noticias más importantes y aspectos tácticos.

M



8. Respecto de lo supuesto en el escenario central de proyecciones, la importancia de las novedades es acotada. Sin embargo, se puede justificar aumentar la tasa de política monetaria en esta reunión por las noticias de relativa mayor fortaleza de la actividad en el segundo trimestre, la atenuación de algunos riesgos a la baja en el escenario de crecimiento y el que la inflación del IPC haya seguido aumentando algo más que lo proyectado (aunque por razones puntuales bien identificadas relacionadas con tarifas), situación que también se reflejó en el IPCX. Como se ha comentado otras veces, un alza en esta oportunidad haría más probable que los ajustes posteriores sean más graduales.
9. Por su parte, otras de las noticias del mes también podrían justificar postergar el alza de la tasa de política monetaria. En particular, el que los costos laborales unitarios parecen continuar disminuyendo en 12 meses una vez que se considera la productividad por hora, en momentos en que además la velocidad de expansión del IPCX1 se ubica cerca del piso del rango meta, apoya la opción de pausar este mes. La trayectoria que han tenido las tasas de interés internacionales de largo plazo también favorecen esta opción.
10. Desde el punto de vista táctico, se podría justificar mantener la tasa de política monetaria si se evaluara que tres alzas consecutivas arriesgan que se las interprete como un aumento del ritmo de normalización por encima del que se ha considerado adecuado para el escenario más probable. Este riesgo, sin embargo, no parece tan serio cuando se considera que mientras una mayoría relativa de las expectativas supone un alza de tasas para esta reunión, la trayectoria esperada de las tasas para los próximos meses no ha sufrido mayores cambios. Quizás el riesgo más relevante sea validar —incluso exacerbar— la trayectoria de corto plazo de las tasas de mercado, que están por encima de una trayectoria esperada de la tasa de política monetaria coherente con el escenario base. El riesgo opuesto, que ante una mantención de la tasa de política monetaria se interprete que el ritmo de normalización ha cambiado, también es acotado y se puede abordar directamente en el comunicado, como se ha hecho en otros momentos de pausa.

El Presidente, don Vittorio Corbo ofrece la palabra para comentarios.

El señor Gerente de Investigación Económica, señor Klaus Schmidt-Hebbel, señala que el aún intenso impulso monetario actual, reflejado en una tasa de interés real de corto plazo ex ante cercana a 0%; la proyección de cierre completo de la brecha del producto hacia el final del horizonte de política; los rezagos con que actúa la política monetaria; la proyección central de la normalización de la tasa de dicha política en el escenario base del Banco, hasta llegar a una tasa neutral de 7,5% a comienzos del año 2008 (y no antes); el incremento de ahí derivado de la tasa de política monetaria en 31 puntos base mensuales en el segundo trimestre, supuesto de trabajo interno que se traduce a proyectar un incremento promedio de 22,5 puntos base en cada una de las reuniones de política monetaria del año 2005, desde ahora y hasta diciembre de ese año; el alza significativa de las tasas forward de mercado – aunque ellas pueden tener un componente, ciertamente incierto – de ruido coyuntural; el aumento marginal en las expectativas de inflación de los encuestados y el aumento significativo de las compensaciones inflacionarias – nuevamente posiblemente alteradas coyunturalmente por un shock de portafolio o por el alza en inflaciones mensuales recientes, también de carácter incierto; el consenso de 100% en un alza de 25 puntos base de la tasa de política monetaria en las mesas de dinero encuestadas, y considerando fundamentalmente, las proyecciones de inflación del escenario base del Banco, consistentes con todo lo anterior, que muestra una joroba en la inflación, llegando a 3,2% (IPC) y 3,5% (IPCX) al término del horizonte de política, producto de una gestión monetaria conservadora y pausada, reflejada en la inercia que exhibe la regla de política monetaria, concluye el señor Gerente mencionado, que la opción de alza de 25 puntos base domina inambiguamente a la mantención de la tasa de política monetaria en esta oportunidad.



Interviene el Gerente de División Internacional, señor Esteban Jadresic para señalar, que compartiendo el análisis que presenta la Gerencia de División Estudios le llama sobre todo la atención los datos que se están presentando sobre costos laborales unitarios. Indica que con la reducción de la jornada laboral tendría que haberse producido un aumento de tales costos, sin embargo se está viendo lo contrario, en un contexto en que, esos costos están creciendo muy por debajo de lo que sería consistente con una situación de estado estacionario para la inflación de 3%. Estima que este elemento es bien llamativo y que, frente a este, las demás novedades presentada en esta reunión son de importancia relativamente menor. Con todo, le parece importante destacar que el IPCX1 está en línea con lo esperado previamente y que las expectativas del mercado, respecto a las tasas, deben descontarse por las distorsiones que existen. Concluye que, en este contexto y dentro del marco general de normalización pausada de la tasa de interés de política monetaria, una mantención de tasas de interés resulta más coherente con los antecedentes disponibles.

El señor Ministro de Hacienda, señor Nicolás Eyzaguirre, señala que le parece adecuado destacar dos aspectos. El primero, respecto a las tasas largas cree que no es descartable que afuera las tasas todavía bajen un poco más, quizá no en el caso de Estados Unidos, pero sí tratándose de Europa, lo que de alguna forma le va a poner un límite a las tasas largas en Chile. Señala que si a lo anterior le unimos que la tasa se ha subido dos veces consecutivas, hacerlo tres veces consecutivas generaría una señal algo extraña, porque de manera no ambigua cree que esta vez, independientemente de qué mes se considere, el mercado no tendría otra alternativa que pensar que ha habido un cambio en el ritmo de normalización. Entonces, un ritmo de ese tipo con tasas largas que no van a subir mucho, se va a transformar en una curva difícil de entender. En segundo término, señala que tiene una duda razonable que lo que hemos estado observando, en términos del alza monotónica del IPCX1 o casi monotónica, sea realmente una tendencia muy definida con arreglo al cierre de las brechas. Agrega, que no descarta que lo sucedido sean efectos de segunda vuelta que explican el muy considerable incremento que ha tenido el precio del petróleo y que algo de esa tendencia esté influida por dicho fenómeno, y si la curva forward del petróleo representa lo que va a pasar, podría presentarse en una situación en que tuviéramos una cierta meseta en el IPCX1 con una secuencia de alza de tasas claramente más acelerada que en el pasado.

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 agrega que, en lo grueso, los antecedentes aportados por la Gerencia de División Estudios confirman que la economía se está desarrollando en torno al escenario central descrito en el último IPOM. Asimismo, estima que no hay sorpresas en la inflación subyacente IPCX1 la que continúa la trayectoria ascendente según lo previsto. La demanda interna muestra un crecimiento vigoroso dejando atrás, por ahora, el escenario de riesgo de un aletargamiento de la misma. El escenario internacional sigue siendo favorable, a pesar de una leve corrección a la baja en el crecimiento mundial.

De acuerdo con el Consejero señor Marfán, todo lo anterior le parece que avala lo señalado en el Informe del Consejo al Senado en cuanto a que las expectativas de la tasa de política monetaria de mercado, en aquel entonces, eran congruentes con las del Banco Central, esto es, un aumento pausado y moderado de la tasa de política. No hay antecedentes que, a su juicio, hagan variar esta percepción. Es más, señala, un aumento de la tasa en esta oportunidad, la que sería la tercera alza consecutiva, podría interpretarse como una aceleración en el ritmo de





normalización de la política monetaria, lo que a su juicio traería efectos contraproducentes sobre la estructura de tasas del mercado.

Por estas razones, señala que vota por mantener la tasa de política monetaria en 3,25% anual.

El Consejero señor Jorge Desormeaux, señala que los argumentos que va a presentar se parecen mucho a los que acaba de manifestar el Consejero señor Marfán. De acuerdo con los últimos antecedentes con que se cuenta, existe una reducción de riesgos en el mercado interno; una evolución del consumo que pareciera fortalecerse; y una reducción en la estimación de las existencias, con lo cual se reduce un riesgo importante en el plano interno. A lo anterior, se suman buenas noticias en el campo de la energía, ya que existen menos restricciones de gas y una mejor hidrología. Señala también que la inflación en el mes de mayo superó las proyecciones previas, pero que existen motivos puntuales y acotados que explican lo anterior. Por otro lado, la inflación subyacente sigue en línea con lo esperado y los costos laborales unitarios muestran una trayectoria de descenso continuo. Estos antecedentes no son, como señala en el Informe de la Gerencia de División Estudios, suficientes para modificar nuestra estrategia de ajuste gradual de la política monetaria, la cual sigue siendo la mejor opción. Esto es compatible tanto con un aumento leve de la tasa de política monetaria como con la mantención de la misma.

En su opinión y aquí coincide plenamente con las opiniones anteriores, la clave para la decisión de hoy está en consideraciones de carácter táctico. De aumentar la tasa de política monetaria en el día de hoy, el Banco Central completaría tres alzas consecutivas, lo que podría llevar a parte del mercado a interpretar que se ha aumentado el ritmo de normalización de la política monetaria y esto podría validar además la trayectoria que presentan actualmente las tasas de interés de más corto plazo que están un poco por encima de lo que considera nuestro escenario base. Por el contrario, la opción de mantener la tasa en la reunión de hoy validaría el ritmo de normalización que ha seguido el Banco Central hasta la fecha, el que sigue siendo, con la información que tenemos hasta ahora, el más apropiado para cumplir con nuestra meta inflacionaria. Por lo tanto, su decisión es a favor de la mantención de la tasa y, en consecuencia, vota en tal sentido.

La Consejera señora María Elena Ovalle, indica que, como se desprende de la presentación de la División de Estudios, el entorno macroeconómico que enfrenta la economía chilena sigue mostrándose favorable y las condiciones financieras externas continúan positivas, con una leve tendencia a la baja en las tasas de largo plazo en algunas de las principales economías. Las principales novedades del mes provienen de la atenuación de algunos riesgos considerados en el escenario central de proyecciones incluido en el último IPOM. En especial, la actividad mostró gran dinamismo en abril, lo que también se confirma en los distintos indicadores provenientes del mercado laboral. En éste, destaca la sostenida reducción de la tasa de desempleo desestacionalizada, la expansión tanto del empleo nacional como del empleo privado y el continuo aumento de la productividad por hora. Asimismo, los distintos componentes del gasto interno han mostrado trayectorias coherentes a lo previsto, con una moderación en las tasas de crecimiento de la Inversión Fija.

Por el lado de la inflación, más allá de la incidencia y los vaivenes provenientes de los precios de los combustibles y de algunas tarifas, las distintas medidas subyacentes han continuado aumentando moderadamente, confirmando la trayectoria prevista de gradual convergencia al centro del rango meta en el horizonte habitual de política. Pese a los movimientos recientes en la paridad peso-dólar, el Tipo de Cambio Real continúa en niveles estables y las condiciones monetarias y crediticias siguen mostrándose acordes al entorno financiero, a pesar del incremento reciente en las tasas promedios en algunos segmentos de crédito. De esta forma, los últimos antecedentes de inflación y crecimiento nuevamente confirman



la validez de la estrategia de normalización pausada de la política monetaria y, por ende, son congruentes también con las opciones presentadas por la Gerencia de División Estudios. Aunque ambas opciones son consistentes con dicha estrategia, en esta oportunidad le gustaría destacar los siguientes aspectos: como lo señala Estudios, la información proveniente de algunos precios y costos hacen prever que en el corto plazo no se espera una aceleración adicional de la inflación de tendencia. En particular, los costos laborales unitarios aún no presentan variaciones positivas, los niveles de las distintas medidas de Márgenes continúan estables y las expectativas inflacionarias del mercado permanecen ancladas a nuestro objetivo inflacionario a distintos plazos. Esto se ha traducido en que la inflación del IPCX1 y sus perspectivas se encuentra más cercana al piso del rango meta, lo que da holguras en esta reunión para mantener la TPM en su nivel actual. A estos antecedentes y al igual que en otras ocasiones, se suman los aspectos tácticos mencionados por Estudios. Concuerd que un riesgo a considerar en esta reunión, es que el mercado interprete una nueva alza como un abandono de la estrategia de retiro pausado del estímulo monetario o una aceleración adicional en el ritmo de normalización. Además, como señaló anteriormente, se han observado en algunos segmentos aumentos en las tasas de interés por sobre lo esperable dada la trayectoria de la TPM, lo que probablemente se acentuaría con un alza adicional de la tasa de política.

Por lo tanto, considerando que durante el último mes no se han acumulado antecedentes que modifiquen sustancialmente el panorama inflacionario previsto en el último IPOM; que los principales determinantes de la inflación de tendencia no introducen presiones adicionales a las consideradas; y que una medida en este sentido es consistente con el ritmo de normalización adoptado, es que vota por una Mantención de la TPM en su nivel actual.

El Vicepresidente señor José De Gregorio señala que, las noticias económicas del último mes han mostrado que la actividad económica continua creciendo con vigor y que la inflación sigue gradualmente aproximándose al centro del rango meta. En el margen, el crecimiento ha sido algo mejor de lo esperado al corto plazo y el aumento de la inflación levemente mayor. Sin embargo, la evidencia más importante la dan los datos recientes en el sentido que el panorama macroeconómico sigue en línea con el escenario previsto en el IPOM, esto es, un cierre paulatino de la brecha del producto y un aumento de la inflación hacia el centro del rango meta. Por lo tanto, señala el señor Vicepresidente, no hay razones para desviarnos de la estrategia de retiro gradual y pausado del estímulo monetario iniciada en septiembre del año pasado y reafirmada en nuestro último IPOM. Señala que al analizar la actual coyuntura, aisladamente a lo ocurrido en los últimos meses y a las decisiones de política monetaria más recientes, uno podría verse tentado a sugerir un alza de la tasa de política monetaria, lo que queda claramente graficado en la opinión que recién señalara el Gerente de Investigación Económica, señor Klaus Schmidt-Hebbel. Sin embargo, señala, esto significaría que en los primeros seis meses del año habríamos subido la tasa de interés cinco veces en seis meses, lo que de mantenerse al mismo ritmo significaría terminar el año con una tasa de interés de 4,75%, lo que está claramente por encima de nuestros supuestos de trabajo en el IPOM y de las expectativas de mercado. Agrega, que de materializarse el escenario del IPOM, un alza en esta reunión significaría, o que estamos adelantando el ajuste, con sus consecuentes efectos en desviarnos hacia abajo respecto a la meta de inflación, o que tendremos que hacer una pausa muy prolongada, con negativas consecuencias sobre la gradualidad deseada con que se debería ir quitando el estímulo monetario. Es por ello también, que le cuesta entender la visión bastante amplia en el mercado que hoy deberíamos subir la tasa de interés, pero al mismo tiempo terminar el año en torno al 4%. Señala que ello no es coherente con un ajuste gradual y por lo tanto, en esta oportunidad, no le parece un argumento relevante el que el mercado espere un alza de tasas. Indica, que en meses anteriores hemos subido la tasa en condiciones en las cuales en el margen se podría haber pensado que hay que mantener la tasa. Lo anterior se ha hecho porque nuestro objetivo ha sido evitar quedarnos rezagados del ajuste y, dado el actual panorama macro, esto ha demostrado haber sido una decisión acertada. Por la misma razón, estima que debemos actuar con simetría y aunque en el margen se puedan percibir señales que sugieran un alza de tasas, es



necesario considerar en la decisión de hoy cómo se enmarca ésta en la estrategia iniciada en el mes de septiembre del año pasado.

Por lo anterior, le parece adecuado en el día de hoy pausar la estrategia de alza de tasas y por ello su voto es por mantener la tasa de interés en 3,25% anual.

El Presidente señor Vittorio Corbo, señala que también comparte la evaluación de la Gerencia de División Estudios, y cree que las opciones de política que han presentado describen muy bien la situación que enfrentamos hoy, destacando una situación externa que se mantiene favorable, pero a la vez con importantes riesgos, y una evolución de la actividad y el gasto coherente con el escenario central del IPOM. En paralelo, señala el señor Presidente la inflación subyacente ajustada por tarifas reguladas también evoluciona en forma coherente con nuestras proyecciones centrales.

Agrega el señor Presidente, que de mantenerse este escenario en el tiempo, el continuo progreso en el estrechamiento de las holguras de capacidad, debería contribuir al aumento paulatino de la inflación. En estas circunstancias, la convergencia de la inflación hacia el centro del rango meta en el escenario habitual de proyección, requiere el retiro paulatino del excesivo estímulo monetario lo que es parte integral de nuestras proyecciones en el último IPOM. Por lo anterior, también se pronuncia por mantener la tasa de política y, de esta forma, continuar con la normalización pausada de la política monetaria.

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

#### 79-01-050609 – Tasa de Política Monetaria.

En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central resolvió, por unanimidad, mantener la tasa de interés de política monetaria en 3,25% anual.

Siendo las 16.30 hrs. se retiran de la Sala el señor Ministro de Hacienda, señor Nicolás Eyzaguirre Guzmán y la Asesora Macroeconómica del Ministerio de Hacienda, señora Bernardita Piedrabuena Keymer.

### III. Comunicado

“En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central resolvió, por unanimidad, mantener la tasa de interés de política monetaria en 3,25%.

La información disponible muestra que la inflación y la actividad económica exhiben un comportamiento coherente con el panorama previsto en el último Informe de Política Monetaria. El crecimiento del producto sigue siendo superior a su tendencia, apoyado por un entorno internacional favorable y por condiciones monetarias en Chile que continúan siendo claramente expansivas.




En línea con lo previsto, la tendencia inflacionaria sigue aumentando gradualmente, no obstante los vaivenes que originan los cambios de los precios de los combustibles y algunas tarifas reguladas sobre la inflación del IPC y del IPCX (que excluye los combustibles y bienes perecibles). Los costos laborales unitarios se mantienen contenidos, a pesar del mayor incremento de los salarios por hora.

La decisión de mantener la Tasa de Política Monetaria en esta oportunidad no modifica la expectativa de reducción pausada del impulso monetario. El Consejo estima que esta estrategia permite alcanzar, en el escenario más probable, una inflación en torno a 3% anual en el horizonte habitual de política de 12 a 24 meses."

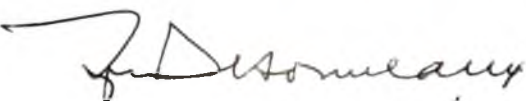
El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 16.45 horas.



JOSÉ DE GREGORIO REBECO  
Vicepresidente



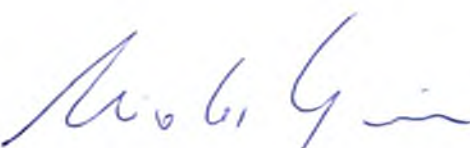
VITTORIO CORBO LIOI  
Presidente




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)