



## BANCO CENTRAL DE CHILE

### ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 102 celebrada el 11 de enero de 2007

---

En Santiago de Chile, a 11 de enero de 2007, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Vittorio Corbo Lioi y con la asistencia del Vicepresidente don José De Gregorio Rebeco y de los Consejeros don Jorge Desormeaux Jiménez, don Manuel Marfán Lewis y don Enrique Marshall Rivera.

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

Asisten también:

Gerente General, don Alejandro Zurbuchen Silva;  
Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldívar;  
Subgerente General, don Leonardo Hernández Tagle;  
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;  
Gerente de División Política Financiera, don Pablo García Silva;  
Gerente de División Operaciones Financieras, don Esteban Jadresic Marinovic;  
Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;  
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Igal Magendzo Weinberger;  
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;  
Gerente de Información e Investigación Estadística,  
don Ricardo Vicuña Poblete;  
Gerente de Mercados Financieros Nacionales, don Beltrán De Ramón Acevedo;  
Gerente Asesor de Comunicaciones, don Luis Alberto Álvarez Vallejos;  
Jefe Departamento Análisis de Coyuntura, don Enrique Orellana Cifuentes;  
Asesor del Ministro de Hacienda, don Luis Felipe Céspedes Cifuentes; y  
Economista Senior, don Rodrigo Caputo Galarce.

A continuación el señor Presidente fija la fecha de la Sesión de Política Monetaria del mes de julio de 2007, para el día 12 de ese mes.

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

El señor Presidente ofrece la palabra al Gerente don Sergio Lehmann Beresi, para que inicie la exposición.

El Gerente de Análisis Internacional, señala que en el ámbito internacional, lo más relevante es el descenso en el precio del cobre, 16% durante el mes al día de ayer, ubicándose en cifras de US\$ 2,50 y US\$ 2,60, lo que responde, en parte, al premio por riesgo de abastecimiento. El precio del petróleo cae en torno a 13% durante el mes, debido principalmente a favorables condiciones climáticas del hemisferio norte, con una menor demanda por combustibles. Indica el señor Gerente que los indicadores de actividad de las principales economías son positivos.

40



BANCO CENTRAL DE CHILE

Respecto a Estados Unidos de América, el señor Lehmann destaca que la actividad ha recuperado mayor dinamismo durante el mes, lo que apoya el cuadro de un aterrizaje suave en esta economía. Agrega que otras economías, por su parte, mantienen su buen desempeño, particularmente Europa.

Las tasas de interés de largo plazo han aumentado en los mercados desarrollados, especialmente en la Zona Euro, casi 20 puntos base y algo más. Los mercados financieros continúan contemplando dos rebajas para la tasa *Fed funds*, indica el señor Lehmann que hoy se observa solo una rebaja. Señala dicho Gerente, que a propósito de indicadores más recientes los últimos dos días, éstos también aparecen postergados en el tiempo. Para Japón y Zona Euro se siguen esperando alzas en la tasa de política monetaria.

El Gerente de Análisis Internacional manifiesta que respecto a los mercados emergentes, se mantienen las condiciones financieras ventajosas, los *spreads* y monedas se han mantenido relativamente estables pero con cierto movimiento. Por su parte, los flujos de capitales se han mantenido favorables hacia economías emergentes.

Respecto a Estados Unidos de América, el señor Lehmann destaca que en términos de actividad y precios, las cifras son más bien positivas, a diferencia de lo que se había observado en otras semanas, particularmente en lo referente a indicadores de ventas, por ejemplo, órdenes de bienes durables, indicadores de confianza así como también indicadores relacionados con el sector inmobiliario.

En términos de indicadores de precios, señala el señor Lehmann que las noticias han sido positivas, la inflación ha ido reduciéndose especialmente en lo que se refiere al indicador *Core*. Como detalle se puede observar alguno de estos indicadores: el ISM del sector manufacturero que el mes anterior había mostrado una caída importante que lo había dejado por debajo del pivote 50 hoy se muestra sobre éste. Referente al ISM servicio, se observa que está por sobre el pivote 50, es decir, ha habido buenos indicadores en el sector servicios, no obstante muestra una caída marginal en el mes.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann señala que el mercado laboral se ha mantenido dinámico, el empleo total sigue creciendo de manera importante y la creación de empleo ha sido también positiva, mostrando cifras particularmente mayores en el último mes. Menciona también que hoy se dieron a conocer los datos de las Solicitudes de Subsidio de Desempleo y éstos muestran una caída, lo que apoya este escenario positivo del mercado laboral.

Señala el señor Lehmann que se presenta una desagregación respecto al sector servicios y el sector manufacturas. El sector construcción se ha mantenido especialmente dinámico, en línea con los indicadores del sector servicio.

En lo referente a manufactura y construcción, que son precisamente los sectores que se han mostrado más débiles en los últimos meses, éstos no están creando empleo, es decir, la dinámica viene fundamentalmente, al menos en los últimos meses, por el lado de servicios.

Referente al consumo personal real, señala el señor Gerente que se mantiene positivo, de hecho muestra crecimientos aún más altos que en meses anteriores.

El mercado inmobiliario, si bien ha sido probablemente el menos dinámico, es el que está mostrando mayor preocupación en torno a su evolución, exhibiendo recuperaciones y existe la percepción de que su ajuste habría llegado a un piso.

4



Referido a inflación, el Gerente de Análisis Internacional señala que las noticias han sido positivas, simplemente por una cuestión relativa a base de comparación. El IPC total ha mostrado un aumento en el último mes y se sitúa en una cifra de 2%, pero lo más destacable son los dos indicadores *Core*, tanto PCE como IPC que muestran una caída, manteniéndose, de todos modos, por sobre el 2% el área de confort de acuerdo a las autoridades monetarias americanas, exhibiendo una evolución positiva.

Comenta el señor Lehmann que en Europa si bien indicadores referentes a la zona euro, hay que mirarlos con cierta cautela, no son tan negativos como se pudiese interpretar.

Respecto a la producción industrial, se han conocido los datos de producción para Alemania los que fueron muy positivos. Referido a PMI (Purchasing Managers' Index) particularmente, las diferencias respecto a lo esperado son muy marginales y de todas maneras son cifras positivas, por sobre los indicadores del pivote. Igualmente con el indicador de sentimiento económico, que también está muy cercano a lo que se esperaba y muy en línea con el mes anterior. Respecto a Alemania, señala el Gerente de Análisis Internacional ha habido buenas noticias. Se conoció el crecimiento para el tercer trimestre el que fue positivo, en línea con lo esperado, y la indicación respecto a cuál debería ser más menos el crecimiento para el cuarto trimestre para cerrar el año, que sería en febrero, entre 2,5% – 2,7% en línea con lo esperado, lo que revela un dinamismo bastante positivo en esta economía. Agrega el señor Lehmann, que en términos de inflación ella ha estado en línea con lo esperado, muy cercano a 2%.

El señor Lehmann manifiesta que el tema negocios en Europa se evidencia muy positivo, y destaca, especialmente el dinamismo que está mostrando Alemania, mientras que en otras zonas, particularmente en Italia y en Francia se observa un panorama más plano. El indicador IFO de clima de negocios tiene una correlación bastante alta con el PIB y los últimos meses ha seguido mostrando alzas, por tanto, probablemente la dinámica en términos de actividad seguirá siendo positiva en ese país. La creación de empleo ha sido primordialmente un dato positivo, con tasas de crecimiento por sobre las que se veían a principios de año y los últimos años. En inflación, no ha habido grandes novedades. La inflación subyacente se mantiene en 1,5% y la inflación total se ha mantenido estable en 1,9% cercano a 2%.

Respecto a Japón, el señor Lehmann se refiere al consumo que era la preocupación que se estaba manifestando en esta economía, es decir, todavía no mostraba un repunte a pesar de que otros indicadores de actividad se mantenían positivos. Señala que existen indicadores de que esto podría tender a recuperarse, particularmente lo referente a gasto de hogares que han exhibido una cierta recuperación. Sin embargo, las remuneraciones laborales se mantienen planas y éste podría ser uno de los elementos que ha mantenido frenado el consumo. Indica el señor Lehmann que de todos modos las perspectivas de Japón son positivas. En la encuesta *Tankan*, que se conoció el último mes, se observa un desempeño muy positivo, es decir, las perspectivas de las grandes empresas siguen siendo interesantes y el componente respecto a expectativas también sigue siendo positivo, es decir, se observan buenas perspectivas, en general, para las empresas durante el año 2007.

Comenta el señor Gerente de Análisis Internacional, que respecto al crecimiento mundial hay cambios bastante marginales. Se observa un crecimiento que puede ser una décima mayor, específicamente en 2006, y esto se asocia, particularmente, a un componente algo más dinámico, pero en el margen hay algunos países que están positivos en la Zona Euro. En el año 2007 se mantiene el crecimiento global en 4,7% y para el próximo año en 4,8%, lo que también es un crecimiento muy positivo.

40



Indica el señor Lehmann que en el mercado del cobre la caída del precio ha sido una de las noticias destacadas durante el mes. Señala el señor Gerente que un elemento que ha estado incidiendo en dicha caída es justamente las posiciones netas no comerciales, es decir, los que son básicamente fondos de inversión, que han estado cayendo de manera bastante importante y eso ha sido particularmente más significativo durante las últimas dos semanas.

En relación al mercado del petróleo, el señor Lehmann señala que la proyección que se presenta es bastante plana hacia delante, los futuros también se han ajustado pero mantienen una pendiente positiva, lo que estaba proyectado en el *IPoM* de septiembre y que lleva a un precio promedio para el año 2007 de US\$ 57 el barril y de US\$ 55 para el próximo año. Señala que cabe destacar, que los ajustes que han hecho hasta ahora los bancos de inversión todavía son marginales. Sin embargo, en muchos casos, no hacen revisión sino que simplemente repiten el informe o las perspectivas que tenían en el mes anterior, por tanto todavía cabría esperar ajustes en esa cifra aún cuando existe bastante más optimismo que en el resto de los bancos. Para el año 2008 hay también un fenómeno parecido con pocos ajustes en algunos bancos. Indica que el elemento que ha estado detrás de la caída del precio del petróleo en el último mes, es la condición climática. La demanda por combustible ha caído de manera significativa y eso se refleja en que la relación inventarios a demanda se muestra bastante más alta de lo que mostraba esta relación, por ejemplo el año 2005 y por cierto lo que era el promedio año 2000 – 2004.

Señala el señor Lehmann que en términos de tasa de política, no hay cambios muy significativos, en términos de perspectivas, más allá del hecho, que tal como señalaba en el comienzo, en el caso de Estados Unidos de América ha habido un cambio marginal en los últimos días que ha variado las perspectivas del mercado respecto a las rebajas hacia este año. En el caso de Europa y Japón las modificaciones no son significativas.

Por otra parte, respecto a las tasas de interés de largo plazo, señala que éstas han estado aumentando, con particular fuerza en la Zona Euro. Agrega, que el aumento acumulado durante el último mes es de aproximadamente 20 puntos base, lo que está en línea con indicadores positivos, especialmente en Alemania. En el caso de Japón y Europa, indica el señor Lehmann los aumentos también son significativos, en torno a 10 – 15 puntos base, aproximadamente.

El Gerente de Análisis Internacional destaca que respecto a los movimientos de paridades cambiarias respecto del dólar americano, durante el último mes, todas las monedas con alguna excepción han tendido a apreciarse. En el caso de Chile, el peso es de las monedas más apreciadas, muy semejante a la moneda sudafricana, durante el último mes, algo más de 3%

En relación a premios por riesgo en economías emergentes, manifiesta el señor Gerente de Análisis Internacional, que después de mantener o mostrar una caída, tendió a mostrar alguna recuperación, probablemente asociado con precio de *commodities* que cayeron en el caso del bono chileno, excluyendo Codelco, que muestra una caída y que en general muestra cierta volatilidad.

Con respecto a bolsas, el desempeño de los mercados emergentes ha sido muy positivo, ha mantenido esta tendencia de ir batiendo *records*, mientras que en el caso de mercados desarrollados, si bien es algo más tenue, ha sido relativamente positivo.

hp



El Presidente señor Vittorio Corbo ofrece la palabra para comentarios.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que tiene la impresión de que claramente lo que aquí cayó es una prima por algo, pero no le parece claro que sea particularmente por riesgo de abastecimiento, ya que, en su opinión no existen todos los antecedentes como para llegar a esa conclusión. Agrega el señor Consejero que tampoco se puede descartar que pudiera haber habido una prima por especulación, que pudiera estarse reflejando en los precios. Agrega, que si hubo una subida que no se puede explicar por ningún fundamental y que ahora se deshizo, ese componente que no se podía explicar bien podrá tratarse de una burbuja.

Con relación a la caída del precio del cobre, el señor Lehmann señala que básicamente el Banco Central de Chile utiliza un modelo estructural que toma en consideración variables reales para la proyección de precio del cobre, el cual entregó cifras de precio en torno a US\$ 2 o US\$ 2,5. Por otro lado, las noticias más reciente en el último mes respecto al mercado del cobre, no son significativas, no hay un cambio importante en lo que se refiere a los fundamentos del precio del cobre, por lo tanto se puede presumir que nuevamente lo que se está ajustando es la prima por riesgo. Menciona que las expectativas de los fondos, probablemente, están en línea con eso y lo que ha aumentado esa caída es justamente el hecho de que los fondos han estado botando posiciones en cobre.

El Consejero señor Jorge Desormeaux señala que el término "premio por riesgo de abastecimiento" resulta bastante amplio, ya que dicho abastecimiento puede estar complicado porque la demanda crece muy rápido, porque hay problemas en la oferta o porque pueden haber dificultades como las que tuvimos nosotros en Chile. El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés indica que otra manera de presentar este tema, es que dicho cambio es difícil de atribuirlo a modificaciones fundamentales de oferta y demanda comercial, pero lo que se sabe es que por el lado de la oferta y la demanda comercial es una prima que se deshizo.

El Vicepresidente señor De Gregorio comenta que la demanda en China, a pesar de su crecimiento ha estado un poco más débil, lo cual no es demanda global pero también es demanda específica de *commodities*. El señor Lehmann manifiesta que el caso de China es bastante particular. En su opinión, los chinos habitualmente constituyen inventarios estratégicos y lo que han estado usando son parte de esos inventarios. Agrega, que en algún momento se tuvo la expectativa de que los chinos iban a reconstituir fuertemente esos inventarios, cosa que no ocurrió. De todas maneras la demanda neta de cobre por parte de los chinos sigue siendo dinámica, pero las perspectivas de crecimiento para China, en el margen, para este año, se ha ido elevando, aunque la demanda aparente de China ha estado siendo menor.

El Vicepresidente señor De Gregorio señala que hay que tener cuidado con la expresión "de si cambian o no los fundamentales", ya que pensaría que éstos son producción y tasas de interés de producción. Indica, que han estado subiendo las tasas largas, lo que no es sorprendente, acompañado por el efecto del dólar que es bastante menor. Agrega que son cosas como de muy corto plazo pero hay que tener cuidado cuando se descartan los fundamentales, lo que no explica una caída de esa magnitud, pero sí cierta reversión en el precio *commodities*. El Gerente de División Estudios señor Valdés señala que detrás de este tema no está una desaceleración mundial ni tampoco se descubrió una nueva mina y aquí hay 50 u 80 centavos menos porque existe una nueva producción.

4



El Gerente de Mercados Financieros Nacionales, señor Beltrán De Ramón, en relación a las expectativas de inventarios, señala que evidentemente estos movimientos del cobre no están relacionados con el descubrimiento de una nueva mina o de una desaceleración mundial, pero sí podría afirmarse que en un mercado en que se conoce poco la expectativa con respecto a los inventarios, ello es muy importante. Agrega que la caída fue determinada porque algunos agentes pensaban que el superávit no iba a ser 130 mil toneladas sino que 300 mil el año 2007, lo que también se puede atribuir al anuncio de Codelco de que hubo una falla geológica, lo que hace suponer a los agentes la existencia de una expectativa de que el superávit se reduciría, lo que también impactó en el precio del dólar.

El Presidente señor Vittorio Corbo, señala que resulta difícil explicar como llegó el cobre a US\$ 4 dólares y US\$ 3,80 y ahora se presenta una corrección que tiene algunos factores especulativos, que tienen que ver con ajustes de inventario y otras cosas, pero el punto central es de que no hay un cambio tan grande. Agrega el señor Presidente que la corrección del precio de los *commodities* puede tener mucho que ver con un elemento burbuja o con otros aspectos de carácter financiero, ya que la economía real se encuentra mejor que hace un mes atrás.

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

El Gerente señor Magendzo manifiesta que la inflación total y la subyacente han descendido hasta valores que se ubican entre 2 y 3%, significativamente por debajo de lo proyectado en septiembre. Indica el señor Gerente, que en ello influyó una caída más rápida que la esperada del precio del petróleo, un crecimiento de la actividad menos dinámico que lo previsto, lo que generó una ampliación no anticipada de la brecha de capacidad en el segundo y tercer trimestres de 2006, y presiones de costos reducidas. Señala el señor Magendzo, que se proyecta que en el escenario más probable, la brecha de capacidad persistirá por varios trimestres, tardando en cerrarse más que lo previsto en septiembre pasado, a pesar de que la decisión de política monetaria reciente apoya un cierre más rápido y, se prevé que el crecimiento de la actividad repuntará en el año 2007, parte de lo cual ya se evidenció en el último trimestre de 2006. Lo anterior, se apoya en el mayor impulso fiscal que se producirá este año; favorables condiciones externas y financieras internas y, buenas perspectivas para la inversión, entre otros elementos. La dinámica de brechas incide en que, en el escenario más probable, y luego de un aumento en los siguientes meses por efectos de base de comparación, la inflación total y la subyacente se ubicarán cerca de 2% por algunos trimestres de este año y el próximo, para luego converger a 3% en el horizonte de política, en torno a dos años.

Menciona el Gerente de Análisis Macroeconómico que el panorama externo sigue favorable para la economía chilena. Hace presente, que los principales cambios de los últimos meses son el descenso en el precio del petróleo y el cobre. El primero, en parte ya se observaba al cierre del Informe anterior y se acentuó en los últimos días. El segundo, ha disminuido relativamente rápido en lo más reciente, no obstante se espera una convergencia gradual a valores de largo plazo. Agrega el señor Gerente, que hacia delante se supone una reducción lenta de los precios de estos y otros productos básicos, lo que hará descender los términos de intercambio en los años 2007 y 2008. Menciona también, que las condiciones financieras para las economías emergentes son algo más favorables que en el Informe anterior, con menores premios soberanos e indicadores bursátiles en niveles récord. Destacó el señor Magendzo que el crecimiento mundial no presenta cambios relevantes respecto de septiembre pasado, aunque se detecta un cambio en su composición. La Zona Euro y Asia emergente han tenido una mayor actividad, compensando el menor dinamismo de Estados Unidos de América.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Indica que en este último caso, la desaceleración ha sido algo más intensa de lo previsto, pero acotado principalmente a los sectores inmobiliario, automotriz e industria del equipamiento de la vivienda, que, no obstante, en lo más reciente, muestran incipientes recuperaciones. Indica que las expectativas de mercado consideran que la Reserva Federal recortará su tasa de referencia en el curso de este año, aunque con una probabilidad algo menor que a fines del año 2006. Por su parte, para Japón y Europa el mercado continúa esperando alzas en su tasa política monetaria durante este año.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Magendzo, señala que se estima que las condiciones financieras internas son favorables. Agrega, que respecto de septiembre pasado, las tasas de interés de instrumentos de largo plazo son más bajas y las tasas de interés de colocaciones no tienen cambios significativos. Las tasas de crecimiento real anual del crédito se han atenuado, aunque siguen siendo altas en términos históricos. El crecimiento nominal anual del dinero no muestra grandes cambios, manteniéndose entre 10 y 18% según su definición.

Señala el señor Magendzo que la paridad peso/dólar ha mostrado oscilaciones, situándose en niveles nominales similares a los del cierre del Informe anterior y algo superiores a los de hace un año. Indica también, que el TCR multilateral ha aumentado levemente, aunque se estima que su nivel actual es coherente con sus fundamentos de largo plazo. Como supuesto metodológico para las proyecciones de este Informe se considera que, en el horizonte habitual, no diferiría mayormente de sus valores más recientes.

Hace presente también el señor Magendzo, que se estima que el PIB creció 4,2% el año 2006, menos que lo proyectado a comienzos de dicho año tanto por el Banco Central de Chile como por el consenso de los analistas privados. Destacó el Gerente señor Magendzo que la demanda interna se desaceleró gradualmente durante el año 2006, lo que había sido anticipado en Informes anteriores dada la etapa actual del ciclo y la elevada acumulación de *stocks* de años anteriores, especialmente de capital.

Indica el señor Magendzo que como se destacó en septiembre pasado, el actual marco de políticas macroeconómicas tiene un efecto estabilizador del ciclo bastante mayor que en épocas anteriores y del que se estimaba previamente, lo que es especialmente importante para medir el efecto en la actividad, de fluctuaciones transitorias de los términos de intercambio. Además, se identificaron varios factores que explican parte de la diferencia del crecimiento del PIB en el año 2006, proyectado a comienzos de ese año en 5¼-6¼%, con respecto a lo que se estima ahora, aunque su incidencia se precisa con algo más de exactitud y se agregan nuevos antecedentes. Señala que estas cifras dan cuenta de elementos que podrían haber afectado simultáneamente la demanda y el desempeño de sectores específicos y no se tiene certeza de la magnitud de su interrelación, por lo que no son necesariamente acumulables unas con otras.

Entre los factores mencionados en septiembre pasado, destacan los fenómenos puntuales e inesperados en los sectores de recursos naturales —en especial la minería, debido al derrumbe en Chuquicamata y las negociaciones laborales en el sector— con una incidencia conjunta de 0,3 punto porcentual del PIB en el año 2006. Señala el señor Magendzo que se sumó a lo anterior el costo del mayor precio de la energía, que se estima fue de un punto porcentual de menor ingreso privado disponible en el 2006, respecto de lo previsto a comienzos de año. Indica el señor Gerente que si bien resulta difícil precisar su impacto total en la actividad, se estima que su efecto directo en la industria equivale a alrededor de 0,2 punto porcentual del PIB en el año 2006. Por otra parte, comenta también que el crecimiento anual de la inversión descendió más rápido que lo previsto a comienzos del año 2006, diferencia que equivale a una cantidad de alrededor de 0,5 punto porcentual de menor incremento del PIB en el año. Comenta que pese a lo anterior, el crecimiento de la demanda interna fue similar al proyectado, con un resto de la demanda interna privada —consumo y existencias— que creció más que lo previsto, aunque con una composición más intensiva en bienes de origen importado.

4



En todo caso, se estima que sin un mayor costo de la energía, el crecimiento de la demanda interna hubiese sido superior.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Magendzo, indica que además de lo previamente identificado, en el año 2006, y en especial en el tercer trimestre, la composición del resto de la demanda interna se volvió inesperadamente más intensa en bienes de origen importado, incidiendo en el desempeño de parte de la industria que compite con productos externos. Señala el señor Magendzo que por el lado del consumo, la mayor proporción de bienes importados se dio tanto por un aumento del consumo durable —usualmente importado— mayor que el previsto, como por un cambio en el origen del consumo no durable. Agrega, que detrás de ello estaría el hecho que en el año 2006 se acentuó la caída en los precios relativos de estos bienes tanto en el mercado externo como en el interno. Indica también, que esta pérdida de competitividad de parte de la industria nacional, no parece haber sido un fenómeno generalizado, toda vez que ha coincidido con un período en que el TCR multilateral, relevante para el comercio exterior, no mostró grandes cambios. Además, se presume que su valor de equilibrio no se ha alterado mayormente por los cambios en los precios antes mencionados, pese a que sí tienen efectos relevantes en algunos sectores particulares de la economía.

Por otro lado, señala el señor Magendzo, considerando el escenario de comienzos del año 2006 como referencia, se estima que el cambio en el origen del consumo pudo haber explicado de manera directa alrededor de 0,4 punto porcentual de menor crecimiento del PIB. Agrega el señor Magendzo que esto no formaba parte del escenario base de comienzos de 2006, y solo se incorporó parcialmente en septiembre último.

El Gerente de Análisis Macroeconómico menciona que se estima que la brecha de capacidad se amplió en el segundo y tercer trimestres de 2006, para volver a reducirse en el último cuarto del año 2006. El escenario base supone que su cierre tardará algunos trimestres más que lo previsto en Informes anteriores, aún cuando la decisión de política monetaria reciente ayuda a que el retraso sea menor. Esto considera además que, por el momento, no hay antecedentes suficientes para cambiar el crecimiento del PIB tendencial de lo estimado en septiembre: algo por encima de 5% el año 2006 y en torno a ese valor el año 2007.

El señor Magendzo menciona que el PIB crecerá el año 2007 a una tasa superior a la de 2006, lo que se basa, en parte, en el mayor impulso fiscal que se espera, en el empuje de la mayor inversión —que en parte se está materializando— y en los supuestos de que no continuaría profundizándose el cambio de origen del consumo no durable ni tampoco los costos de la energía aumentarían con igual intensidad que en el año 2006. Se suma que algunos de los factores puntuales que afectaron la actividad el año 2006 no se repetirían, en especial en la minería. Además, se espera que entren en pleno funcionamiento aumentos de capacidad en la minería y la industria de la celulosa. Las condiciones macroeconómicas, externas e internas, seguirían siendo favorables, aunque, en su conjunto y con los rezagos habituales, no tendrían un empuje muy distinto al de 2006. Esta proyección considera que, en el corto plazo, la actividad retomará una velocidad de crecimiento trimestre a trimestre mayor que la de tendencia, situación que ya se ha visto en los datos conocidos del último trimestre del año pasado.

La inflación total y la subyacente han sido significativamente menores que lo esperado en el mes de septiembre último. Por un lado, el precio del petróleo es menor que el previsto, afectando los precios de los combustibles en el mercado interno. A ello se suma la posible reversión de sus efectos indirectos, aunque su magnitud sería baja. Por otro lado, señala el señor Magendzo las presiones subyacentes han sido reducidas, con costos laborales creciendo a tasas bajas y una brecha de capacidad que se amplió en el curso de 2006. Considerada la proyección de inflación IPC a diciembre del año 2006, que se entregó en el mes de septiembre, una parte importante de la diferencia respecto de la menor inflación efectiva se explica por el efecto directo de la caída no anticipada del precio de los combustibles. Señala





BANCO CENTRAL DE CHILE

también, que hacia delante, la mayor brecha de capacidad y el menor IPCX1 efectivo explican la mayor parte de las correcciones.

Manifiesta el Gerente de Análisis Macroeconómico que en cuanto a los determinantes de corto plazo de la inflación, la tasa de crecimiento anual de los salarios nominales tuvo una tendencia decreciente en el año 2006, ubicándose en niveles menores que los esperados dada la evolución de la inflación y las holguras del mercado laboral. Agrega que los costos laborales unitarios mostraron vaivenes importantes en los últimos trimestres, en especial por la evolución de la productividad medida, la que tuvo una alta volatilidad, ligada a las cifras de actividad y los cambios en la composición del empleo. Al considerar el crecimiento de tendencia de la productividad, los costos laborales unitarios muestran tasas de crecimiento algo menores que las que serían coherentes con la meta de inflación, lo que lleva a estimar que las presiones inflacionarias del lado de los costos laborales son acotadas. Indica que en lo más reciente el ritmo de aumento de los costos de bienes importados ha mostrado una incipiente disminución, coincidiendo con el menor precio del petróleo, contribuyendo al ya señalado panorama de presiones inflacionarias reducidas.

Comenta el Gerente de Análisis Macroeconómico que en el escenario central de este Informe, la inflación anual del IPCX1 se mantendría en la mitad inferior del rango de tolerancia de la inflación anual por algunos trimestres, para luego converger paulatinamente hacia 3%. Por su parte, indica que la inflación anual del IPC tendría algunos vaivenes, por efectos de base de comparación y cambios en las tarifas eléctricas, que la harían volver a cifras próximas a 3% en el trimestre en curso. Posteriormente, se situaría cerca de 2% por lo que resta del año 2007 y comienzos de 2008. El escenario base contempla que para el horizonte de política, un plazo en torno a dos años, la inflación total y subyacente se ubicarían en 3%, lo que se sustenta en el cierre de la brecha de capacidad, costos laborales unitarios que se alinearían con el centro del rango meta y un tipo de cambio real que no diferiría mayormente de sus valores más recientes.

El señor Presidente ofrece la palabra para comentarios sobre el escenario interno.

Con respecto al Índice Mensual de Confianza Empresarial, el Vicepresidente señor José De Gregorio, consulta de qué manera éste se puede contaminar con eventos extraeconómicos como por ejemplo el ambiente político. El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, señala que aún faltan tres años de historia para obtener antecedentes estadísticos suficientes para emitir una opinión sobre la validez de los datos de esos índices.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco, señala que de los datos del sector laboral se puede hacer una lectura distinta a la que se ha comentado. Agrega que los costos laborales unitarios no solamente van al alza sino que también a la baja, entonces la afirmación de que "aún no han subido", no le parece sustentable. En consecuencia la afirmación del Gerente de Estudios señor Valdés, de que tengamos un mercado laboral apretado, no le parece totalmente cierta.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Esteban Jadresic, se refiere a que una fuente independiente de información sobre mercado laboral, aunque sólo para Santiago, es la Encuesta de Desempleo de la Universidad de Chile. Comenta que si bien la tasa de desempleo ha venido cayendo, se mantiene en un nivel que está por encima de los mínimos históricos, a diferencia de lo que muestra la encuesta de la referida Universidad.



El Vicepresidente señor José De Gregorio, comenta que hace un par de años atrás, cuando se trato de explicar por qué el cierre de brechas de la economía chilena había sido tan lento y la recesión tan prolongada, uno de los argumentos que se entregaron en esa oportunidad fue el de la riqueza salarial. Sin embargo, la evidencia muestra que en Chile el ajuste al ciclo del salario real sería menor de lo que sucede en otras recesiones.

El Consejero señor Manuel Marfán, señala que entiende que hubo un cambio en la muestra del INE que iba ser algo suave y terminó no siéndolo y que ésta, principalmente corresponde a nuevas zonas urbanas en Santiago. Agrega que por otro lado, si se tiene una encuesta de empleo que no tiene la periodicidad requerida pero por lo menos tiene la ventaja de no haber sufrido cambios ni de muestras ni metodologías, a lo mejor es más creíble durante el período de transición de las encuestas del gran Santiago que es la parte que estaría más complicada con respecto de la parte de la Universidad de Chile.

Por otra parte, el Consejero señor Manuel Marfán entiende que se registra una baja importante del tipo de cambio observado. Consulta qué tan confiable puede ser el supuesto de proyección de tipo cambio observado y si hay algún antecedente que aporte más información.

El Gerente de Mercados Financieros Nacionales señor Beltrán De Ramón, señala que la explicación que se ha obtenido respecto de la baja del tipo de cambio observado, que de \$ 543 cayó a \$540, tiene que ver con los rebotes del precio del cobre en el mismo margen, y se relaciona más bien, con las expectativas de restricciones al cobre producto de un problema de abastecimiento en Codelco.

El señor Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco señala que el escenario actual que configura un cuadro menos positivo del que se previó en el último *IPoM* plantea las siguientes disyuntivas. En primer lugar, respecto del precio del petróleo se cuenta con una información importante en varios sentidos. Indica que en un momento se temió que la baja del precio del petróleo fuese transitoria y parecía que se producía un rebote que no se concretó en una baja adicional lo que trae como consecuencia una importancia clave u obvia para la trayectoria de los precios y que no producirá un incremento significativo asociado a las tarifas del Transantiago. Otro punto adicional que quiere comentar es el tema asociado a la operatoria del fondo de estabilización del petróleo.

En segundo lugar, señala el señor Ministro que en cuanto a la demanda agregada, se ha tenido una discusión muy interesante en varias sesiones de Consejo, respecto a cómo denominar el *switching* exógeno por el lado de la demanda entre bienes producidos en Chile y bienes importados, lo que piensa que aún resulta difícil explicar y señala que lo denomina exógeno aunque no está muy seguro de ser exógeno o endógeno.

El tercer punto que quiere comentar se encuentra directamente vinculado a lo anterior, y consiste en que no solamente la industria y la minería han sido la desilusión del año, sino que precisamente los sectores industriales sustituidores de importaciones muestran un desempeño muy pobre.

En cuarto lugar, quiere enfatizar nuevamente que los costos laborales unitarios están muy acotados lo que se aprecia en varias estimaciones de éstos como de costos reales de mano de obra que se presentan a la baja, lo que sugiere algo respecto a lo que está sucediendo con el mercado laboral.

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

El quinto punto que quiere plantear es que las proyecciones de crecimiento por diversas razones se aprecian todas a la baja, lo que tiene que ver no solamente con el PIB de recursos naturales, sino que también se ve afectado por la minería y también por el resto del PIB.

Un último punto que le parece relevante, aún cuando cree que no necesita ser resaltado, pero que igualmente es necesario ponerlo en discusión, consiste en que las proyecciones de inflación, mas allá de esta subida transitoria se aprecian hacia la baja y se tendrá una inflación subyacente durante un largo período, según las propias proyecciones del Banco Central en torno al 2%, esto es, fuera del rango meta.

El Presidente señor Vittorio Corbo, comenta que muchos de los elementos que señala el señor Ministro están incluidos en el *IPoM*, y forman parte del escenario central del Banco.

El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, señala que desea hacer algunos comentarios a partir de lo expuesto por el señor Ministro de Hacienda. Indica el señor Valdés que con respecto al petróleo, la noticias son buenas, pero si la impresión que se tiene es que ello está influido por lo sucedido con el clima en el hemisferio norte recientemente, lo que también muestran los precios futuros, no se puede estar seguro de que estos precios sean mucho más a la baja. Agrega que igualmente el escenario central considera que los precios van a la baja gradual.

En la opinión del señor Valdés, lo más importante de resaltar es que la acumulación de noticias en los últimos 4 meses es notoriamente importante respecto a las proyecciones con que cuenta el Banco, ya que en verdad, hay un repunte en el cuarto trimestre, que resultó ser menos fuerte de lo que se esperaba y la inflación subyacente, en particular, estuvo a la baja; la actividad había crecido en torno a 4,2% en vez de 4,8% y eso abre una brecha de alrededor de medio punto, que también se ha reflejado en probablemente salarios más bajos. Con respecto del *switching*, señala que es cierto que se ha ido profundizando, pero con respecto a ello, en el escenario central no supone que éste siga profundizándose.

Finalmente señala el señor Valdés, que quiere llamar la atención respecto de supuestos claves que se encuentran detrás de las proyecciones. El primero, consiste en que son condicionales a un PIB potencial que se supone que creció 5,5% el año pasado y crecería 4,9% este año, que son los mismos números que se tuvieron en septiembre del año pasado. En segundo lugar, se presenta un tipo de cambio real en los niveles de los últimos días; y en tercer lugar, estos supuestos claves suponen que el impulso monetario aumenta respecto de lo que hoy día conoce el mercado e incluso, las proyecciones están construidas mecánicamente con una regla de política que incluye una baja de tasas de entre 50 y 55 puntos base en los próximos meses, para volver a subir en el cuarto trimestre de este año.

El Consejero señor Manuel Marfán, señala que respecto de actividad se suponía que en septiembre pasado con la información disponible se iba a producir un rebote, y piensa que esa era la principal hipótesis de un rebote de actividad porque existían elementos que eran transitorios. Agrega que a lo largo del cuarto trimestre se fue incorporando la palabra persistencia, entendiendo por tal, ciertos *shocks* que se observan y que no se devuelven a su valor original, y no persistencia en el sentido de que sigue habiendo una tendencia decreciente, por ejemplo, un *switching* de consumo que no se está suponiendo que se vaya a revertir, pero tampoco que se va a seguir profundizando. Señala el Consejero señor Marfán que lo anterior es una discusión que se tuvo sobre el producto potencial.

h



Respecto de inflación, señala el Consejero señor Marfán que tiene la impresión de que ese cuadro tiene un cambio más dramático respecto de lo que preveíamos en el *IPoM* de septiembre, puesto que en dicho Informe se consideraba una reducción en la proyección de inflación para este año con una corrección a 2,3%, esto es, del orden de 100 puntos base y de 40 puntos base para los 12 meses siguientes. Señala que, en consecuencia, para tasas de interés de corto plazo, una tasa de interés nominal cualquiera, con una inflación proyectada más baja, significa una tasa de interés real más alta.

En tercer lugar, comenta el Consejero señor Marfán está el problema que la proyección de inflación es muy distinta a la del mercado, entonces a lo mejor la tasa de interés real que percibe el mercado es más baja que la tasa de interés real que percibe el Banco, porque se tiene una proyección de inflación diferente. Agrega, que en este aspecto le gustaría plantear como tema de discusión si lo importante para efectos de un Banco Central es tratar de monitorear la inflación efectiva de mejor saber y entender en el horizonte esperado o bien la expectativa de inflación del mercado. En su opinión, tiene la impresión de que la literatura tiende a canalizarse fuertemente hacia el aspecto si el Banco Central tiene ciertos modelos que los proyecta a cierta inflación y por eso tiene que tomar sus decisiones, ya que si monitorea las expectativas de inflaciones, éstas no tienen equilibrio y nunca se estabilizan, en consecuencia, estima que el tema de expectativas de inflación es un componente muy importante y cuando difiere de las proyecciones del Banco, el rol de éste es más bien ir adelante del mercado para tratar de monitorear esas expectativas.

El Vicepresidente señor José De Gregorio, señala estar bastante de acuerdo con el diagnóstico que se ha hecho, y quiere reiterar lo que se ha señalado con anterioridad en el sentido de que el Banco cuenta con insuficientes mediciones en las expectativas de inflación, y tampoco cuenta con antecedentes que le permitirían expresar que éstas están sesgadas en esa dirección. Es decir, lo que está señalando es que las cifras de desempleo del INE desde el punto de vista nacional son una muy buena noticia, se tienen algunas incertidumbres, pero no puede decirse que existen antecedentes para concluir que está mal medida y es más alta.

Asimismo, indica el Vicepresidente señor José De Gregorio que está de acuerdo con la impresión del Consejero señor Manuel Marfán, respecto a lo que dice la literatura en el sentido de que las proyecciones que se tiene que mirar son las propias proyecciones.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Esteban Jadresic, señala que quiere enfatizar sobre un punto que mencionó el Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés y agregar algo más. En su opinión, las noticias más importantes tienen que ver con la información acumulada durante varios meses y no con las noticias particulares recientes, y tampoco respecto a las tasas de crecimiento de la previsión. Agrega que si se hace el ejercicio de mirar hacia atrás, cree que hay que tomar una perspectiva de más largo plazo, las noticias acumuladas, la dirección en que se está realizando este *IPoM* no es sólo respecto a septiembre, sino que en realidad si uno va hacia mediados de año ya se veían algunas de estas tendencias que ahora se han visto reforzadas posteriormente.

El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, refiriéndose a un comentario del Consejero señor Marfán en cuanto a que si importa más la propia proyección de inflación o la de mercado en esta discusión, cree que tiene toda la razón ya que el objetivo operacional del Banco no puede ser la proyección privada de inflación, sino que la propia proyección de inflación del Banco.

hp



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco, señala que está de acuerdo con lo señalado por el señor Vicepresidente del Banco y con el Gerente de División Estudios y le parece que se encuentran en la dirección correcta, sin embargo, le añadiría un *core line*, en el sentido de que el ajuste de las expectativas privadas dependen de una serie de variables, entre otras, de las acciones del Banco Central al fijar una tasa de política.

El Presidente señor Vittorio Corbo, indica que en la parte laboral también hay otros indicadores que hacen pensar que se trata de un problema que no solamente ha ocurrido en Chile, sino que también en otros países que tienen problemas en el comportamiento de los salarios que han perdido estabilidad versus otros mercados.

Con respecto a las expectativas, señala el señor Presidente, la meta del Banco está basada en nuestro objetivo que es el que sirve de ancla, pero las expectativas privadas también sirven, ya que en ellas se basan los privados para tomar sus decisiones de gastos, entre otras cosas, tasas de interés real, decisiones con respecto a ajustar sus precios. Agrega, que estos dos aspectos son importantes.

El Presidente, señor Vittorio Corbo, suspende la Sesión a las 13:30 horas e informa que la misma se reanudará a las 16:00 horas.

Siendo las 16:10 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 102.

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

El señor Gerente de División mencionado informa lo siguiente:

En la reunión de política monetaria de diciembre, el Consejo decidió mantener la tasa de interés de política monetaria en 5,25% anual, nivel que mantiene desde julio del año pasado. En la decisión se consideró que, pese a que la actividad interna continuaba por debajo de lo previsto en el último *IPoM*, estaba recobrando su dinamismo. La inflación anual del IPC se ubicaba cerca del piso del rango meta, por debajo de proyecciones previas, y la inflación subyacente IPCX1 y otros indicadores de la tendencia inflacionaria seguían bajos, si bien algunos exhibían una incipiente reversión. Las presiones de costos estaban contenidas y se proyectaba que la inflación se ubicaría, por algún tiempo, por debajo de 3%.

Señala el Gerente de División Estudios que, desde la última reunión, las principales novedades son las siguientes:

- En el lado externo, los precios del cobre y del petróleo tuvieron importantes ajustes a la baja (16% y 13%, respectivamente, considerando los datos de ayer). El crecimiento mundial y las condiciones financieras continúan favorables, congruentes con un escenario central de aterrizaje suave e inflación controlada en Estados Unidos de América.
- En el país, las cifras de actividad sorprendieron a la baja, revirtiendo las noticias del mes anterior. Con ello, si bien el cuarto trimestre de 2006 la actividad habría crecido más que el tercero —con lo que efectivamente se materializaría un repunte— el crecimiento estimado para el cuarto trimestre parece haber terminado más de medio punto por debajo

hp



BANCO CENTRAL DE CHILE

del proyectado en el *IPoM* pasado, con la consiguiente ampliación de la brecha (la diferencia con la proyección del mes pasado es similar). Esto, pese al aumento considerable del crecimiento de la demanda interna estimado para ese mismo trimestre y a que el crecimiento del PIB trimestre a trimestre habría sido cercano a 10%.

- El IPC estuvo marginalmente por encima de lo proyectado y hubo signos adicionales de reversión de la baja tendencia inflacionaria observada en los meses anteriores. Las medidas de inflación subyacente y otras de tendencia mostraron estabilidad y un leve aumento. Con todo, la proyección de inflación subyacente IPCX1 de corto plazo prácticamente no varió, evaluándose que la sorpresa al alza de diciembre corresponde sólo al adelantamiento de un fenómeno estacional (buses interurbanos).
- El crecimiento de los salarios sigue contenido y su velocidad de expansión estable, mientras los CLU se desaceleran. La tasa de desempleo (desestacionalizada) en el trimestre móvil a noviembre volvió a disminuir.
- El crecimiento del crédito tuvo una leve disminución en el margen, pero todavía se mantiene firme, y la estructura de tasas de interés no tuvo grandes cambios. El tipo de cambio nominal, en contraste, se depreció casi 3% desde la Reunión de Política Monetaria anterior. En términos multilaterales, su depreciación es algo más de 2%. El tipo de cambio real (base 1986 = 100) se ubica entre 94 y 95. Los indicadores de expectativas de inflación de corto y mediano plazo se acercaron hacia 3%, aunque siguen levemente bajo esa cifra.

Señala el Gerente de División Estudios señor Valdés, que las proyecciones preparadas para el *Informe de Política Monetaria* de enero consideran que en el escenario más probable, la brecha de capacidad actual persistirá por varios trimestres, tardando más en cerrarse que en proyecciones anteriores, y que el crecimiento del PIB del año 2007 será algo menor que el considerado en septiembre (exclusivamente por efectos base de comparación). La inflación, luego de aumentar hacia 3% en el primer trimestre de 2007 por efectos base, se ubicará cerca de 2% por algunos trimestres este año y el próximo, para luego converger a 3% a fines de 2008. En este escenario se conjugan un número de supuestos. Entre otros, cabe mencionar que el precio del petróleo desciende muy gradualmente, el tipo de cambio real no difiere mayormente del observado en los últimos días y el impulso monetario es algo mayor que el implícito en los precios financieros. En particular, se supone que la tasa de política monetaria desciende entre 50 y 75 puntos base durante el primer semestre a partir de una regla de política.

Menciona el señor Valdés que, con los antecedentes disponibles, las opciones más plausibles para esta reunión son disminuir la tasa de política monetaria, posiblemente en 25 puntos base, o mantenerla en su nivel actual.

Señala el Gerente de División Estudios, señor Valdés que la principal justificación para disminuir la tasa de política monetaria hoy, más allá de las noticias acumuladas desde la última reunión, es el propio escenario central de proyecciones, que resume la acumulación de noticias desde septiembre. En efecto, si bien las noticias del mes incluyen una actividad el trimestre pasado menor a la proyectada y una fuerte disminución del precio de los combustibles y del cobre, ellas pueden ser insuficientes para provocar, por sí mismas, una decisión de recortar la tasa de política monetaria. En cambio, como se señaló en la última reunión, era necesaria una ronda completa de proyecciones para evaluar la conveniencia de una disminución de la tasa de interés, toda vez que se habían acumulado novedades de distinto tipo desde el último *IPoM* y una acción de política podría involucrar una reversión de la decisión al corto andar. El ejercicio de proyecciones muestra que, en el escenario central, la reversión no ocurriría hasta algunos trimestres (lo que no difiere de otros ciclos de política en el pasado).



**BANCO CENTRAL DE CHILE**

Menciona el señor Valdés que, en efecto las proyecciones incluyen un recorte moderado de la tasa de política monetaria, que permite adelantar el cierre de brechas de inflación y actividad a través de (i) contrarrestar el efecto de la menor inflación sobre el impulso monetario nominal y (ii) elevar marginalmente el impulso monetario real. En el escenario central, es necesaria una política monetaria más acomodaticia para lograr que la inflación vuelva efectivamente a 3% en el plazo de dos años. De hecho, de postergarse este ajuste por mucho tiempo, se arriesga tener que profundizarlo más adelante.

Agrega el señor Valdés que, como es habitual, un ejercicio completo de proyecciones no entrega mucho espacio para argumentar a favor o en contra de opciones distintas a los cambios de la tasa de política monetaria implícitos como supuestos de trabajo en las mismas. En esta oportunidad, sin embargo, por tratarse de un cambio moderado de la tasa de política monetaria y que se revertiría después de algunos trimestres, por haber algunas señales que difieren de lo contemplado en el escenario central, y por tratarse de un cambio de signo inesperado de la trayectoria de la política monetaria, también hay argumentos que podrían justificar la mantención de la tasa en esta reunión.

Señala el Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, que específicamente, considerando que el cambio de la tasa de política monetaria es de magnitud moderada en comparación con ciclos de política anteriores y hay un riesgo de una reversión de signo más pronta que la considerada en el escenario base en caso de que la inflación sea mayor que la contemplada, se puede argumentar a favor de recabar más información antes de determinar un cambio. De hecho, el comportamiento reciente de las medidas de tendencia inflacionaria junto al nivel que alcanzan en comparación con los últimos años y el nivel al que ha llegado la tasa de desempleo (cerca o por debajo de estimaciones de la tasa de desempleo NAIRU) apuntarían a un escenario de inflación menos reducida que la considerada en el escenario central. Algo similar ocurre con las proyecciones de inflación de los analistas del mercado y las implícitas en precios financieros, que están por encima de las del escenario central y constituyen información complementaria. Si se estima que una reversión de política poco distante en el tiempo es particularmente costosa, éstos y otros riesgos inflacionarios pueden ser más relevantes que los que apuntan hacia una menor inflación.

Indica el Gerente de División Estudios que, por su parte la mayor expectativa de inflación del sector privado, respecto de la proyectada en el escenario central, modera la urgencia a una modificación de la tasa de política monetaria orientada a mantener el impulso monetario real. Las tasas de interés real ex ante parecen haber tenido un ajuste menor que el considerado en las proyecciones. En la medida en que las proyecciones se acerquen, específicamente que disminuyan las privadas, se hace más necesario el ajuste de la tasa de política monetaria.

Finalmente, hace presente el señor Valdés que además de permitir recabar más información, la mantención de la tasa de política monetaria permite profundizar la preparación del mercado para un eventual cambio de política. En la actualidad, tal vez reflejando una aversión a cambios de signo en las modificaciones de la tasa de política monetaria por parte del Banco Central de Chile, las expectativas implícitas en los precios financieros y las de los analistas son unánimes en torno a que en esta reunión la tasa se mantendrá. Hacia el segundo trimestre, sin embargo, sí hay una fracción de ellos esperando un recorte. La comunicación del Banco Central ha dejado abierta cada vez de manera más explícita esta posibilidad, pero aún no ha dado un sesgo evidente. En este sentido, si se tratara de una decisión de postergar una rebaja, cabría analizar cuánto sesgo procede indicar en la comunicación pública. Con todo, también podría argumentarse que una sorpresa puede ser útil para precisar la función de reacción del Banco Central, por ejemplo respecto de simetría y grado de activismo.

4



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

El Gerente de División Operaciones Financieras, señor Esteban Jadresic, señala que en general comparte el tenor del análisis y recomendación efectuado por la Gerencia de División Estudios. Sin embargo, comenta que los antecedentes acumulados en esta oportunidad, sugieren claramente reducir la tasa de política monetaria. Agrega que la opción de reducir la tasa de política monetaria es más coherente con el escenario central que se proyecta aquí y que también se ha proyectado y discutido en el *IPoM*. Ese escenario supone que se produce una baja entre 50 y 75 puntos base durante el primer semestre. Agrega que si ese es el supuesto central que se va a presentar muy pronto en el *IPoM*, la pregunta es, por qué podría no reducirse la tasa de política monetaria en esta ocasión. En la Minuta de Opciones se mencionan algunos argumentos, el principal para mantener la tasa es recabar más información a la luz de que existe un riesgo de reversión en el signo de la política que en caso que la inflación sea mayor a la contemplada. A su juicio este argumento no tiene mucho peso por varias razones, en primer lugar, este es un riesgo que no se puede descartar, pero no hay actualmente datos muy contundentes que sesguen los riesgos en dirección de una inflación mayor a la proyectada, que en la dirección opuesta. Cree que el principal riesgo, sin duda, es lo que pasa con la tasa de desempleo medida por el Instituto Nacional de Estadísticas, más algunos indicadores de tendencia inflacionaria que muestran un incremento en el margen. Menciona el señor Jadresic que sin embargo, la tasa de desempleo medida por el Instituto Nacional de Estadísticas se afecta por el cambio muestral reciente que se ha hecho en dicha encuesta. Asimismo, menciona que la tasa que obtiene la Universidad de Chile a nivel del Gran Santiago, aunque tienen otras investigaciones, no tiene cambio muestral y ésta arroja un nivel de tasa de desempleo bastante superior. El Gerente de División Operaciones Financieras, indica que más importante aún es que las cifras de remuneraciones no muestran presiones inflacionarias y al respecto cree que es importante constatar que la velocidad de expansión del costo de la mano de obra sigue cayendo y ha alcanzado niveles de 4,5%, claramente por debajo de lo coherente con la inflación meta. Agrega el Gerente de Operaciones Financieras que es un riesgo tener una inflación incluso menor a la proyectada, debido a que cuando uno hace este balance de riesgo no es obvio que el primero sea mayor que el segundo. Indica el Gerente de División Operaciones Financieras que en segundo lugar, cuando se miran estos riesgos, es cierto que una inflación mayor a la contemplada y en la medida que eso lleve a una reversión de política en el futuro, puede implicar algún costo comunicacional y de mayor inestabilidad en la tasa de política monetaria. Manifiesta que sin embargo, contra esto también hay que considerar el riesgo de desanclaje de expectativas en el caso que se dé una inflación inferior o incluso similar a la que está proyectada en este escenario central del *IPoM*. Agrega que el Banco ya tuvo que enfrentar una situación similar hace aproximadamente tres años y en esa oportunidad superó la prueba actuando rápidamente y haciendo una baja considerable. Menciona el señor Jadresic que hoy día el Banco Central tiene la ventaja de saber con mayor anticipación que la inflación puede caer a niveles incómodos. Si éste no actuara ahora significaría aumentar la inestabilidad de la tasa de política monetaria y también los problemas de comunicación para el futuro, este riesgo existe incluso en el escenario central, pero obviamente que se acentúa si la inflación estuviera aún más por debajo.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Jadresic, destaca que aunque siempre se puede seguir esperando, ya se ha acumulado bastante información. Como señaló en la mañana, el escenario de brechas que han dejado de cerrarse y de una velocidad de expansión de la inflación subyacente y el IPCX1 cercano al 2%, no es sólo algo que ha observado en los últimos meses después de septiembre, En realidad es algo que viene desde mediados de año y si no antes. Para ilustrar el punto indica que la proyección de IPCX1 para el año 2006 se fue ajustando durante el año, en enero se proyectaba un 3,3%, en mayo un 3,1%, en septiembre un 2,7% y en diciembre un 2,1%. Se sabe que fue un 2,4% pero se ha





BANCO CENTRAL DE CHILE

explicado que ocurrió por factores puntuales. Claramente se observa una reducción en las proyecciones de inflación subyacente IPCX1 del orden de un punto porcentual a lo largo del año, agrega que esto fue ocurriendo durante todo el año; no solamente a partir de septiembre en adelante, entonces, en este sentido comparte plenamente la visión de la Gerencia de División Estudios en que la decisión de hoy debe tomarse no en función de los datos puntuales de diciembre, sino que de los datos acumulados desde antes y eso fue justamente lo que se debatió en la Reunión de Política Monetaria anterior. Se dijo que para el próximo *IPoM* esto se iba a discutir con mayor profundidad. Agrega el señor Jadresic que hay que ir más allá, no sólo a septiembre, sino que al período previo.

Por último, el Gerente de División Operaciones Financieras menciona que puede ser tentadora la posibilidad de postergar está baja de tasas hasta después de la presentación del *IPoM*, de manera de no sorprender a los mercados ya que no se espera un ajuste en la tasa hoy y eso es algo que debe considerarse. Sin embargo también hay que tomar en cuenta que postergar esta decisión no implica hacer una comunicación más fácil al momento del *IPoM*, porque dado lo que está contenido en éste, la pregunta natural va a ser por qué el Banco Central no actuó frente a esas proyecciones o antecedentes que se están presentando en el *IPoM* y de todas maneras, ahora o en algún momento los problemas de comunicación van a surgir.

El Gerente de Investigación Económica don Klaus Schmidt-Hebbel hace presente que el último mes ha traído novedades importantes. En lo externo, se ha observado una caída intensa, no anticipada, de los precios del petróleo y del cobre, donde la dominante caída del precio del cobre se ha reflejado en una reducción moderada de los términos de intercambio y, probablemente, en una moderada depreciación del peso.

Asimismo, el Gerente de Investigación Económica señala que en lo interno, este último mes ha habido sorpresas negativas en actividad y positivas en empleo y desempleo. Los costos laborales se muestran acotados y así lo son las medidas de inflación total y subyacente. Sin embargo, los indicadores de tendencia inflacionaria han aumentado levemente y están en un rango entre 2,5% y 4%, recuerda que a comienzos de 2004, coincidente con el *shock* de baja inflación, estaban en un rango entre 0,5% y 1,5%. Indica que otras novedades del mes incluyen alzas en las compensaciones inflacionarias, aunque en el horizonte relevante aún están algo por debajo de 3%, pero ancladas al 3% a horizontes mayores. También ha habido sorpresas positivas en el consumo y en la inversión, mostrando una demanda agregada que crece fuerte y lo seguirá haciendo en el año 2007. Ello se apoya en condiciones monetarias y financieras aún expansivas, que se reflejan en el aún muy elevado crecimiento actual y proyectado del crédito.

Agrega el Gerente de Investigación Económica don Klaus Schmidt-Hebbel, que el escenario base tiene un brecha de actividad medida por la diferencia entre las estimaciones del PIB efectivo tendencial, con un fuerte cierre en el cuarto trimestre de 2006, llegando a un valor negativo de 1,5%, uno de los más pequeños desde el año 1998. Las cifras de empleo, en cambio, muestran una brecha que podría ser menor o incluso levemente positiva. Esto levanta tres preguntas. Primera pregunta: ¿sugiere esta brecha que estemos ad portas de una inflación salarial, del tipo sugerido por curvas de *Phillips* convencionales, basadas en datos históricos internacionales o nacionales? Probablemente no, por dos razones: una es cíclica; en Chile existe una mayor inflexibilidad de los salarios reales al ciclo del producto y del empleo, que en otras economías abiertas, como lo muestran el Asesor del señor Ministro de Hacienda, señor Luis Felipe Céspedes y el Consejero señor José De Gregorio. La otra es de tendencia: Si Richard Freedman está en lo correcto, los salarios del trabajo no calificado están bajando, como tendencia mundial, por China e India, y si ello se observa con más intensidad en el presente, la relación histórica entre crecimiento salarial y desempleo cíclico puede verse transitoriamente debilitada. Segunda pregunta, más importante para la discusión de política: ¿cuáles son las implicancias de la inelasticidad de los salarios al ciclo para la inflación?, la



BANCO CENTRAL DE CHILE

respuesta depende de la forma en que se determina y comporta la inflación. En la medida en que las expectativas de inflación están relativamente bien ancladas y la inflación está más fuertemente determinada por estas expectativas de inflación futura, porque son ellas las que se reflejan en las fijaciones y reajustes de precios por los productores e intermediarios hoy y mañana, el comportamiento de los salarios es más secundario en la inflación. Tercera pregunta: ¿significa esto que la brecha de empleo no tiene valor informacional para reflejar presiones inflacionarias futuras? No, porque a diferencia de la brecha de actividad, que está basada en una variable inobservable, la brecha de empleo es observable y puede ser, por tanto, una buena *proxy* de la brecha efectiva de actividad. Y en la coyuntura actual, en la que se han manifestado dudas validadas respecto del crecimiento tendencial del escenario base, dicha brecha de empleo podría reflejar una brecha de actividad verdadera menos negativa, indicando presiones inflacionarias futuras más intensas.

Asimismo, el Gerente de Investigación Económica indica que el escenario base que se está discutiendo supone reducciones en la tasa de política por algunos trimestres, con una reversión que se iniciaría ya en el cuarto trimestre del presente año y seguiría hasta la convergencia a la tasa de política neutral, estimada en 6,5% en este escenario base. Uno de los supuestos claves de este escenario es, como lo ha indicado, un crecimiento tendencial en torno a 5% y una brecha del PIB aún negativa hoy, que se deshace gradualmente hasta cerrarse completamente recién a mediados de 2008. Este nivel de brecha, complementado por las caídas en el precio del petróleo, determinaría la baja inflación que justificaría una muy temporaria reducción de tasas, considerando los siguientes factores:

(i) el vigoroso comportamiento de la demanda agregada, apoyado por bajas tasas de interés de mediano y largo plazo y un aún elevado crecimiento del crédito; (ii) las dudas fundadas sobre la estimación del nivel actual proyectado de la brecha de actividad; (iii) las expansivas condiciones financieras imperantes en el presente; (iv) la significativa brecha de 125 puntos base que separa a la tasa de política monetaria actual de la tasa de política monetaria neutral usada en el escenario base; (v) el anclamiento de las expectativas de mediano plazo, cercano al 3%, coherente con que el mercado espera unánimemente una mantención de tasa; (vi) un tipo de cambio algo más depreciado; y (vii) los riesgos inherentes en una reversión muy pronta, y aún más intensa, de la eventual reducción de tasa de política monetaria prevista en el escenario base.

El Gerente de Investigación Económica don Klaus Schmidt-Hebbel, concluye que el valor de la opción de espera en reducir la tasa es particularmente alto este mes.

El Gerente de Mercados Financieros Nacionales don Beltrán De Ramón, menciona que si bien las opciones propuestas son mantener o bajar la tasa de política monetaria, el hecho que la inflación proyectada para los próximos meses se mueve a la baja y que el cierre de brecha de actividad en lo más reciente se haya dilatado, lo llevan a considerar positivamente la opción de un recorte de la tasa de política monetaria para esta reunión. Agrega que ello ayudaría a llevar la inflación paulatinamente al 3% y contribuiría a cerrar las brechas de actividad a un ritmo más rápido que el estimado previamente.

En efecto, la inflación a diciembre de 2007 aparentemente se aproxima a niveles más cercanos al 2% - 2,5%, y si a eso se le agrega la reciente brusca baja de combustibles (hoy en US\$ 53 y fracción) y el poco efecto que tendría la entrada del Transantiago, este indicador podría alcanzar niveles del 2% o incluso más abajo. No se observa presiones salariales ni de costos que lleven a pensar en algo diferente a este escenario de baja inflación.

Señala el señor De Ramón, que las expectativas inflacionarias de mercado que se recogieron hasta ayer muestran sólo parcialmente este escenario de baja inflación, situándose en un rango entre 2,5% y 2,7%, las que se aceleraron marginalmente en las últimas semanas por el desconocimiento del impacto en el IPC del reajuste tarifario eléctrico y por la

49



BANCO CENTRAL DE CHILE

eventual alza de tarifas del Transantiago, lo que puede ser atribuido a un comportamiento conservador de los agentes económicos, como hemos visto en otras ocasiones. Indica que ello ha llevado a elevar las expectativas del IPC para enero y febrero a un acumulado de 0,3%, considerando que históricamente este bimestre tiene inflaciones nulas o negativas (el extremo fue de un 0,4% hace dos años atrás). Menciona que sin embargo, la misma estimación para marzo se sitúa en 0,6%, muy similar al efectivo de años anteriores. Si la expectativa para enero y febrero estuviera medianamente en línea con este valor final o valor estimado del 0,3%, no es claro que los agentes privados hayan considerado para marzo la mayor base que produciría una elevación de ésta para el bimestre enero-febrero, por lo que teme que la expectativa para marzo pudiera estar sobreestimada. Agrega el señor De Ramón que no es de extrañar que, a medida que estos factores se despejen, la expectativa baje y se acerque a nuestro escenario de 2,3%, o incluso más bajo. Señala que algo de eso se vio en el día de hoy, cuando hubo un alza de 5-10 puntos base en los BCU y una caída de 10 puntos base en los BCP, movimiento bastante brusco que se atribuyó a la menor inflación por la baja más reciente del petróleo. Además, hoy los seguros de inflación a un año están en 2,3% contra 2,6% de ayer, una baja inusualmente elevada.

El Gerente de Mercados Financieros Nacionales don Beltrán De Ramón, manifiesta que considerando todos estos antecedentes, la decisión de baja de tasas es la más plausible, su consulta es ¿cuándo?

El Gerente de Mercados Financieros Nacionales, comenta que además de las razones de fondo, como el evitar que la inflación se vaya para abajo muy rápido, lo que hace atendible hacer el recorte lo más pronto posible, hay también una razón táctica. Señala el señor De Ramón, que en los próximos días aparecerán datos de actividad que probablemente van a estar bajo lo esperado, por efectos calendario u otras razones, e inflaciones mensuales que a primera vista son bajas o normales, que no son las habituales en enero o febrero, lo que hará más fácil explicar esta decisión de recorte de la tasa de política monetaria. Asimismo, menciona que por el contrario, esperar por ejemplo hasta marzo, como una forma de acumular más información, haría más difícil de explicar un recorte de tasas si se diera una probable coyuntura justo en ese momento, de que los Imacec de enero y febrero fueran más altos y la inflación estuviera en niveles que si bien son normales para esa época del año, se consideran elevados; entonces, su recomendación es acortar la tasa.

El Gerente de División Política Financiera señor Pablo García, señala que está de acuerdo con la visión de la Gerencia de División Estudios respecto a que las opciones más plausibles son la mantención o la disminución de la tasa de política monetaria. En opinión del señor García, la medida de política monetaria más adecuada es la reducción de la tasa de política monetaria en esta ocasión. Agrega que las consideraciones para ello provienen básicamente de que el esquema de política monetaria y la forma cómo se realiza el análisis de proyecciones permiten anclarnos en análisis previos, para así poder analizar de manera coherente el desarrollo de la coyuntura. El hecho que se utilice una regla de política mecánica para la realización de proyecciones no debe ocultar que la aplicación juiciosa de modificaciones al modelo subyace finalmente a la trayectoria de inflación y tasas proyectadas más probable que sostiene el *IPoM*.

Así, en un primer orden de cosas, en septiembre se estimaba que lo recomendable era mantener la tasa de política monetaria constante por un año o más, lo que fue comunicado y asumido por el mercado en el curso de los meses que siguieron, reflejándose en una reducción significativa de la estructura de tasas. Buena parte de este diagnóstico se basó en una reducción significativa de la tasa de política monetaria neutral, hecho que no ha ameritado revisiones en esta vuelta. Desde septiembre, sin embargo, el entorno macro no fue invariante, la acumulación de noticias desde esa fecha hasta hoy (menos inflación, menos crecimiento/más brecha, fenómenos de magnitud considerable y con persistencia hacia los



BANCO CENTRAL DE CHILE

próximos trimestres), indican que el impulso monetario debiese ser más expansivo que una tasa de política monetaria constante por cuatro o más trimestres.

El Gerente de División Política Financiera, señala que respecto a otras consideraciones, en un segundo orden de cosas siempre se toman y ponderan los riesgos y aspectos tácticos en torno a este escenario. Agrega que le es difícil pensar que hoy los riesgos estén sesgados en una dirección evidente y tengan tal combinación de probabilidad/impacto que hagan más recomendable mantener la tasa que bajarla, particularmente cuando las sorpresas positivas y negativas, que se han observado históricamente, han tendido a ser más persistentes que lo previsto. El principal riesgo a su entender que podría justificar una pausa, es que la revisión de la tasa de política monetaria neutral en septiembre fue excesiva y que la estructura de tasas de largo plazo está desalineada, pero en las discusiones internas este tema no ha sido destacado.

Finalmente, el señor García hace presente que, en tercer lugar, los argumentos tácticos en términos de que esto no está siendo esperado por el mercado y que existen riesgos de reversión, en su opinión hoy no pesan demasiado, pues suponen que en un escenario de proyección base con aspecto metodológico su mantención es más firme y creíble que en un escenario con "alzas pausadas". Agrega que de hecho hubo cambios de inflexión en la trayectoria de la tasa de política monetaria esperada que ocurrieron en el proceso de normalización pasado, entre 2004 y 2006, con impactos significativos en la estructura de tasas de interés y que no fueron esperados por el mercado. Menciona el señor García que, para efectos de la incidencia en inflación y crecimiento, dichos cambios fueron de mayor magnitud que una reducción modesta de la tasa de política monetaria en la actualidad, como lo sugerido en las opciones, de 25 puntos base.

El señor Ministro de Hacienda don Andrés Velasco, señala que en las diversas Reuniones de Política Monetaria en que le ha tocado participar, es decir desde marzo de 2006 a la fecha, considera que a este Consejo le ha tocado enfrentar situaciones delicadas, ambiguas o de resolución incierta. En esta ocasión, le parece que este es un caso muy distinto. Aquí los hechos apuntan claramente en una dirección de reducir la tasa de política monetaria. Señala el señor Ministro que sobre el particular va a argumentar por qué le parece que es así. Indica que dos antecedentes ya han sido mencionados, pero él los quiere reiterar. Manifiesta en primer lugar, que la actividad a lo largo del año 2006 y lo esperado en este momento por el Banco Central de Chile para el año 2007, es menor a lo estimado anteriormente en los diversos *IPoM* y hace suyo el argumento que ya se mencionó en relación a que no se trata de cambios marginales de mes a mes, sino que es integral. Como se señaló en la mañana, se refiere a innovaciones en la información disponible y en las proyecciones disponibles que nos deben llamar a alerta. En segundo lugar, señala el señor Ministro, las presiones inflacionarias y las presiones de costos son sustancialmente hoy día menores a las que se preveían hace un mes, en el *IPoM* pasado. Se refiere especialmente a los costos salariales y las presiones de costos vinculadas a la energía. El señor Ministro informa que esta tarde se anunciarán los precios del Transantiago, señala que el valor del troncal va a continuar en \$ 380.- y en el metro van a ver cambios muy menores, en el corto plazo la estructura de precios no variaría, por lo tanto hace presente que hay un factor de riesgo que desaparece. Continúa señalando que con los antecedentes que se han aportado cree que se tiene una visión bastante clara.

Indica el señor Ministro que en materia de inflación que es el objetivo central del Banco Central de Chile, lo que presenta la Gerencia de División Estudios en su proyección es muy decidor, un escenario central en que la inflación es cerca de 1% menor a la que se estimó para igual escenario en el *IPoM* anterior y una trayectoria que por buena parte del año 2007 está incómodamente baja dadas las metas del Banco Central. Agrega, que un posible considerando es debido a que el mercado tiene expectativas o proyecciones de inflación distintas. ¿Cuánto peso se le debería asignar a este hecho? Su opinión es que es debatible,



BANCO CENTRAL DE CHILE

agrega que se le debería asignar poco peso por dos razones: la primera, es porque cuando el Banco Central cambia de proyecciones, el mercado reacciona inmediatamente. El señor Ministro señala que este es un hecho revelador que de alguna manera le hace tener poca fe en la calidad técnica de las proyecciones del mercado. En segundo lugar señala que si se tienen modelos distintos en el mercado para proyectar la inflación, eso lleva a una discusión teórica que en algún momento se tuvo en la literatura en relación a la incertidumbre de modelos; agrega que esta literatura no tiene conclusiones terminantes para lo que se debe hacer en el caso de política monetaria.

El señor Ministro de Hacienda don Andrés Velasco, señala que mencionados estos antecedentes, le parece que la acción de política consistente con mantener el horizonte relevante a una inflación del 3% es una reducción de la tasa de política monetaria, y esto además es congruente con la mantención de una tasa real de interés que es la que al final de cuentas va afectar la actividad. Hace presente el señor Ministro que el Consejero señor Manuel Marfán lo mencionó en la reunión de la mañana, es decir con una tasa nominal fija caen las propiedades de inflación, cae la tasa real. Hay un matiz que tiene que ver con cuánto espera el mercado que se dé, agrega que por lo tanto la proyección ex ante del Banco Central y la proyección ex ante del mercado puede que no sean las mismas. Su comentario al respecto ya lo manifestó en relación a la calidad del mercado; el segundo comentario, se refiere a la inflación que va a estar disponible en un poco tiempo más en el *IPoM*. El señor Ministro manifiesta que las proyecciones de mercado se van a ajustar y por lo tanto la real ex ante del mercado subiría considerablemente apenas se reduzca la tasa nominal de política, argumento adicional entonces para actuar en esa dirección.

Agrega, el señor Ministro de Hacienda la consideración respecto del aspecto táctico de la decisión que se adopte, es decir si se debe actuar en dirección que el mercado anticipa. El señor Ministro señala que en el pasado él se ha pronunciado al respecto y en esta oportunidad quiere reiterar tres cosas; la primera, es que toda la teoría dice que la política monetaria debe efectuarse sobre la base de las proyecciones propias y no las ajenas, de otro modo, lo que ocurre es que la tasa de inflación baja pasa a estar indeterminada, menciona que eso se dijo en la mañana y están todos de acuerdo, por lo tanto no le parece que desde ese punto de vista el temor de sorprender al mercado sea un argumento para no actuar. Agrega el señor Ministro que lo segundo es que si se está pensando acerca de la efectividad de un cambio en la tasa, también se sabe y hay literatura al respecto, que los cambios no esperados son más efectivos que los cambios esperados y por lo tanto si lo que se busca es efectividad, ese es un argumento adicional para actuar.

Finalmente, el señor Ministro de Hacienda don Andrés Velasco, menciona que debido a que él no contaba con la información histórica en relación a cuántas veces el Banco Central había actuado bajando la tasa de política monetaria cuando el mercado no lo esperaba, según el recuento que se hizo fueron ocho veces; este dato se pudo obtener a partir del momento que existen encuestas de expectativas y por lo tanto se puede hacer la comparación. Hay ocho oportunidades señala el señor Ministro en que la tasa fijada por el Banco Central de Chile ha sido inferior a la tasa que el mercado anticipaba, en algunos casos con márgenes nada despreciables de más de 50 puntos base, por lo tanto, el antecedente histórico tampoco le parece que deba ser paralizante.

El señor Ministro de Hacienda don Andrés Velasco, señala que sobre la base de estos argumentos, reitera su convicción de que corresponde hacer un ajuste en la tasa de política monetaria de 25 puntos base.

4



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

El Consejero señor Enrique Marshall, agradece al staff el material preparado para esta reunión.

Señala el señor Consejero que el escenario externo, para nuestra economía, se mantiene favorable. Las perspectivas de crecimiento global no muestran grandes variaciones. Indica que se refuerza la perspectiva de un aterrizaje suave en los Estados Unidos de América, pero subsiste el riesgo de que la desaceleración se profundice y se extienda a otras regiones. La preocupación por la inflación en los países desarrollados no ha desaparecido, pero se ha atenuado. Manifiesta el señor Consejero que los mercados financieros internacionales han permanecido relativamente estables. Las tasas de interés de largo plazo han subido algunos puntos base, pero las condiciones para los países en desarrollo mantienen el sello favorable prevaleciente en el último tiempo. Indica que la noticia más relevante ha provenido de los "commodities". Tanto el precio del petróleo como el del cobre han mostrado ajustes a la baja significativos en el curso del último mes.

En el frente interno, manifiesta el señor Consejero, los agregados monetarios muestran tasas de expansión similares a las observadas en meses anteriores. Por su parte, las colocaciones bancarias siguen exhibiendo tasas de crecimiento altas, pero con una gradual tendencia a la baja. Las tasas de interés para los instrumentos de largo plazo han permanecido relativamente estables con algunos ajustes leves al alza. Las tasas cobradas por los créditos bancarios no han experimentado cambios significativos. Indica que el peso se ha depreciado en el curso del último mes. La demanda interna ha vuelto a mostrar un vigoroso crecimiento. Las expectativas de las empresas y los consumidores no han experimentado cambios apreciables y se han estabilizado en niveles que denotan un moderado optimismo. Señala el señor Marshall que los datos de actividad del cuarto trimestre muestran un repunte, pero algo menor al esperado.

Agrega el señor Consejero, que en materia laboral se mantienen las tendencias observadas en los últimos meses. El empleo total crece en forma importante impulsado por una vigorosa expansión del empleo asalariado, y la tasa de desocupación sigue observando una tendencia a la baja. Las presiones de costo están contenidas y el costo de la mano de obra sigue exhibiendo tasas de variación acotadas, que incluso han tendido a bajar.

En materia de inflación, el Consejero señor Marshall señala que las cifras de diciembre estuvieron por sobre lo esperado. Con todo, las distintas medidas de inflación cerraron el año con valores en la parte baja del rango de tolerancia. Los indicadores de tendencia inflacionaria muestran en general incrementos marginales que revierten en parte el proceso de ajuste a la baja que venían observando con anterioridad.

Las expectativas de mercado para plazos cortos se ubican por debajo del 3%, pero para plazos más largos siguen ancladas en torno a esa cifra, lo que nos lleva a visualizar un escenario central donde la actividad repunta gradualmente y la inflación se mantiene baja. Sin embargo, los riesgos de desviaciones respecto de este escenario base son altos y han aumentado. De hecho, manifiesta el señor Consejero, el mercado espera una convergencia de la inflación al 3% bastante más rápida que la contemplada en nuestras proyecciones y existen datos que introducen dudas sobre la magnitud efectiva de las holguras de capacidad existentes en estos momentos. En este contexto, las opciones plausibles o razonables, en su opinión, son mantener la tasa en su actual nivel o bajarla tan sólo 25 puntos base. Indica que, sin duda, la disyuntiva es compleja, porque existen argumentos en una y otra dirección.



Sin embargo, señala el señor Consejero, la opción de bajar la tasa es la que aparece más concordante con nuestro escenario central, que en este caso, es el resultado de un ejercicio completo de proyecciones efectuado como parte de la preparación del *IPoM* que será dado a conocer en los próximos días. Sin duda, esta decisión conlleva riesgos, el riesgo de vernos enfrentados, por un cambio brusco de escenario, a la necesidad de revertir esta decisión en un plazo breve, lo que podría afectar nuestra credibilidad y también el riesgo de una lectura equivocada por parte del mercado, considerando que éste espera otra decisión, por lo que es muy importante el mensaje que será transmitido. Con todo, señala que en este caso privilegia la conveniencia de una acción de política lo más en línea posible con nuestro escenario central recién preparado y, en particular, con la perspectiva de una inflación bastante baja para los próximos trimestres visualizada en dicho escenario. Por tanto, manifiesta el Consejero señor Marshall que entiende esta decisión como un ajuste a la tasa de política monetaria frente a un cambio en la trayectoria de la inflación esperada para los próximos trimestres, que en buena medida responde a un factor exógeno.

Considerando los riesgos ya mencionados, estima que la orientación de la política debe mantener un sello neutral. Las decisiones que se adopten en los próximos meses, deben quedar supeditadas a los nuevos antecedentes que se reciban sobre la trayectoria de la actividad y la inflación.

En virtud de lo señalado, el Consejero señor Enrique Marshall vota por bajar la tasa de política monetaria en 25 puntos base para quedar en 5,0%.

El Consejero señor Manuel Marfán agradece el análisis del *staff* que en esta oportunidad es más completo por la cercanía del próximo *IPoM*.

Señala que respecto de la Reunión de Política Monetaria anterior, la principal sorpresa en el escenario externo, ha sido la normalización más rápida a la esperada en los precios internacionales, especialmente el del cobre. Respecto del *IPoM* de septiembre, el cambio de escenario externo también se ha concentrado en los precios, con una caída mayor a la anticipada en el precio del petróleo y una proyección de 40 puntos base de menor tasa de interés internacional hacia fines del horizonte de proyección. Indica el señor Consejero, que el crecimiento mundial esperado no presenta variaciones relevantes en nivel y sólo contiene algún cambio en su composición. Con todo, señala que el escenario externo proyectado sigue siendo ampliamente favorable para el país.

El escenario interno, indica el señor Marfán, ha sufrido mayores alteraciones desde el último *IPoM*. En relación a la actividad, en septiembre pasado el análisis suponía una reversión rápida de las sorpresas transitorias que se habían identificado; aunque parte de esa reversión sí se verificó, ésta fue más lenta a la anticipada, postergándose para este año parte de lo faltante. También ahora se han verificado sorpresas más persistentes, que aunque no se profundizarían en nuestro escenario central, tampoco se revertirían. Un ejemplo de lo anterior fue el cambio inesperado en la composición nacional importado del consumo habitual en 2006. Así, aunque la nueva proyección para el año 2007 considera una velocidad de expansión similar a la proyección de septiembre, para el sector no recursos naturales, que es el que interesa, esa velocidad pivota sobre un fin de año 2006 más bajo, generando un cuadro de brecha del producto marginalmente mayor durante 2007. Las cifras de ocupación y desocupación, sin embargo, no avalan un escenario de brechas más holgado, lo que justifica que en nuestro escenario de riesgos se haya considerado la posibilidad contraria. En la discusión, la principal duda respecto de las cifras de empleo y desempleo no son los niveles, sino que básicamente tiene que ver con lo que han estado mostrando las tasas de participación y con las implicancias sobre tasas de crecimiento y PIB tendencial.

47



Indica el señor Consejero que los cambios en el escenario de inflación son aún más significativos y que hay varias razones que los explican, pero la más importante, es un precio internacional del petróleo considerablemente más bajo al del escenario central de septiembre, tanto por su impacto directo en el IPC proyectado, como por su propagación hacia las medidas subyacentes proyectadas. El nuevo escenario proyecta una menor inflación promedio proyectada para 2007 y 2008, en torno a 140 puntos base y 40 puntos base respectivamente, en comparación al escenario de septiembre.

El Consejero señor Marfán señala que la tasa de política monetaria ha permanecido invariable durante todo este período, y que una misma tasa nominal de política monetaria con una inflación proyectada a lo largo del horizonte de política más reducida, implica necesariamente una tasa de política real más elevada. Manifiesta que el principio de Taylor aconsejaría reducir la tasa de política monetaria, solo por este efecto, ya que el mecanismo de transmisión de la política monetaria hacia la demanda agregada se da a través de la tasa real y no de la nominal. Cabe considerar, sin embargo, que el mercado está proyectando una inflación más elevada que el Banco Central de Chile, para el mismo período, lo que introduce alguna complejidad al argumento anterior. Sin embargo, indica el señor Marfán, el Banco debe ser autoconsistente entre el escenario macroeconómico que hace público y sus decisiones de política. Con todo, señala que el análisis en torno a nuestro escenario central, que será público en los próximos días, apunta de manera no ambigua a la necesidad de reducir la tasa de política monetaria, para alcanzar nuestra meta de inflación en el horizonte habitual de política.

Por estas razones, el Consejero señor Manuel Marfán vota por reducir la tasa en 25 puntos base, en esta oportunidad, en el entendido de que con un cuadro de menor inflación proyectada, esa reducción no necesariamente debe interpretarse como una instancia monetaria más expansiva.

El Consejero señor Jorge Desormeaux agradece el valioso apoyo que se ha recibido del *staff* del Banco para esta reunión.

Indica el señor Consejero, que la decisión es particularmente difícil. Como destaca el Informe de la Gerencia de División Estudios, los desarrollos más recientes, tanto en el entorno externo como en el plano interno, no son suficientes por sí solos para justificar una decisión de recortar la tasa de política monetaria. Ésta proviene, fundamentalmente, de las proyecciones de inflación que surgen de nuestro escenario central de proyecciones. De acuerdo a éste, se requiere de una menor tasa de política monetaria para compensar la caída de la inflación proyectada y entregar un leve mayor estímulo real a la economía, para garantizar la convergencia de la inflación a la meta en el plazo de dos años.

Sin embargo, señala el Consejero señor Desormeaux, desea analizar los riesgos de que esta inflación futura, en la práctica, sea más elevada de lo que se ha proyectado y por lo tanto, nos lleve a una temprana reversión de política, con los costos reputacionales que ello conlleva. Un documento reciente que estudia la función de reacción de la Reserva Federal durante las administraciones de Volcker y Greenspan señala lo siguiente, traducción propia, "el gradualismo de la Reserva Federal es una tendencia que revela aversión a las reversiones". Señala, que la Reserva Federal generalmente espera a que un nuevo escenario se asiente antes de cambiar la instancia de política. ¿Por qué se podría estar subestimando la inflación futura?. Indica el señor Consejero, que se ha mencionado, en primer lugar porque el crecimiento del PIB tendencial podría ser menor de lo estimado y con ello la brecha de capacidad correspondientemente menor; agrega que se ha revisado la tasa neutral, pero no el PIB tendencial, una tarea que se ha dejado pendiente para el futuro. En segundo lugar, porque tal vez las menores holguras del mercado laboral son una expresión genuina de la realidad de ese mercado, y la ausencia de presiones de costos laborales podría ser el reflejo de las fuerzas de la globalización, como mencionó el Gerente de Investigación Económica señor Klaus





BANCO CENTRAL DE CHILE

Schmidt-Hebbel, o de la rigidez salarial, como mencionaba anteriormente el Vicepresidente señor José de Gregorio. En tercer lugar, el ajuste del tipo de cambio nominal que se ha visto, en respuesta a la caída del precio del cobre, podría profundizarse en el futuro. En cuarto lugar, el precio del petróleo podría mostrar un cambio de tendencia en sólo semanas, ante el importante cambio climático que se avecina en el hemisferio norte en las próximas dos semanas. Indica el señor Consejero, que es cierto que estos dos últimos riesgos pueden operar también en sentido contrario, pero la posibilidad de caer en una reversión de política se da sólo en el primer caso. Por último, indica que está el hecho de que la debilidad en el sector real se ha dado a nivel de la actividad y no de la demanda agregada; ésta creció un 6,3% el año pasado y se proyecta una cifra un punto menor para el año 2007, que sigue siendo elevada.

En tanto, la política fiscal en particular, aportará un estímulo sustancial a la demanda agregada este año. Por último, indica que el déficit en cuenta corriente a precios de tendencia proyectado para este año bordea el 5% del PIB.

Manifiesta el Consejero señor Desormeaux, que como menciona correctamente el Informe de la Gerencia de División Estudios, también existe el riesgo opuesto, y que la inflación futura sea muy reducida y que por demorar un ajuste, que se justifica plenamente, sea necesario profundizarlo. En su opinión, señala el señor Consejero, este riesgo es menos significativo para el Banco Central de Chile y para el país, que una temprana reversión de política, la que puede ser interpretada de diversas maneras, pero ninguna generosa para esta Institución.

Finalmente, el Consejero señor Desormeaux indica que los argumentos que ha enumerado le inclinan a pensar que el valor de la opción de esperar y acumular más información, en particular sobre la real dimensión de las brechas de capacidad de la economía, es muy alto en la actualidad. A ello se agrega un punto adicional, de orden más bien táctico que ha sido mencionado, y es el hecho de que el mercado no está preparado para una baja de tasas en esta reunión. La mantención de la tasa de política monetaria, tendría la ventaja de permitir profundizar la preparación del mercado para una toma de decisiones en esa dirección en el futuro; este argumento le parece, en todo caso, que tiene un orden de importancia menor.

Por todo lo anterior, el Consejero señor Jorge Desormeaux vota por la mantención de la tasa de política monetaria en su nivel actual de 5,25%.

El Vicepresidente señor José De Gregorio agradece al *staff*, no solo el análisis presentado sino también su excelente y arduo trabajo en la preparación del *IPoM* que sirve de base para esta discusión.

Señala el señor Vicepresidente, que tal como se comentara anteriormente, más que ver la noticia en el margen, es importante ver las tendencias acumuladas en los últimos meses de la economía chilena; esto se da más en el contexto de una detallada discusión que se ha tenido a raíz de la preparación del *IPoM*. Respecto al *IPoM* anterior, se ha consolidado una tendencia de menor crecimiento para este año y el próximo, y por sobre todo, de menores presiones de inflación y de costo.

En relación al excedente nacional, a pesar de todos los riesgos existentes hacia una menor actividad mundial, lo más significativo ha sido la importante caída del precio del petróleo, con su consecuente impacto inflacionario.

Indica el señor Vicepresidente que en el *IPoM* pasado poseíamos menores brechas de actividad, mayor inflación y una tasa de política monetaria relativamente estable por un período prolongado.

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

A su juicio, en el nuevo escenario central lo que corresponde es bajar la tasa de política monetaria, tal como lo muestra nuestro modelo de proyección. Es cierto que existen muchos riesgos, pero no hay un desbalance, tal como se ha mencionado en el lado inflacionario. Piensa que ese algo puede ser un escenario de menor inflación.

Indica el señor De Gregorio, que para decidir una baja de tasas, en particular en la coyuntura actual, se debe tomar en cuenta con detención, los argumentos que podrían hacer desistir de esta decisión. En primer lugar, hay indicaciones de algunas medidas de inflación subyacentes que estarían aumentando. Sin embargo, su nivel es aún bajo y las perspectivas son que tendrán un aumento moderado; lo que se debe agregar es que no todos los indicadores de inflación subyacente apuntan hacia un aumento. No le parece adecuado elegir el que más convenga a su argumento, solo basta señalar que esta evidencia es muy parcial y las proyecciones apuntan a una moderada evolución de la inflación subyacente, incluso con una reducción de la tasa de política monetaria. En segundo lugar, se podría argumentar que no es descartable que la brecha sea menor a la que se tiene en nuestro escenario central, en especial al observar la evolución del desempleo. Entonces, tal como se discutió anteriormente, habría que preguntarse por qué no ha venido acompañada de mayor inflación, habida cuenta de los rezagos de la reacción de los precios. De ser efectiva la menor brecha, lo que la evolución de la inflación mostraría es un menor impacto de la brecha sobre la inflación producto, como se acaba de mencionar, por ejemplo de la globalización. En tercer lugar, se puede argumentar que esto representa una sorpresa al mercado, no obstante, en su opinión, no hay razones que justifiquen que sea preferible que los cambios de tasa sean anticipados, en particular cuando las proyecciones así lo sugieren. Efectivamente, se quiere una política monetaria predecible en el mediano y largo plazo, pero no en una frecuencia mensual, más aún, le parece riesgoso esperar a que se acumulen muchas noticias que hagan evidente una baja de tasa, quedando como se dice en nuestra jerga, detrás de la curva y requiriendo de ajustes más bruscos. Precisamente, señala el señor Vicepresidente, el mercado no lo espera porque no conoce nuestro escenario central que guía nuestra decisión de política monetaria; una vez conocido el *IPoM*, de no haber bajado las tasas, la pregunta sería por qué no lo hicimos dadas esas proyecciones. En cuarto lugar, existe la posibilidad que se interprete como un cambio de orientación de la política monetaria y éste sea el inicio de un proceso de baja de tasas. Manifiesta que con la información que se posee hasta ahora, éste no sería el caso. Indica que en el mediano plazo, lo más probable es que la tasa sea mayor y aún se esté bajo la tasa neutral. Este movimiento sería una acomodación del ritmo de ajuste para cumplir más adecuadamente con la meta de inflación. Indica que podrá en el corto plazo haber mantención, alzas o bajas de tasas, cree que la instancia no tiene sesgo, pero a un plazo mayor, lo más probable es una tasa mayor. Señala el señor Vicepresidente, que para evitar una interpretación equivocada, hay que ser muy claro en la comunicación, lo que se refleja en el Informe de Política Monetaria.

Señala que existen riesgos de desviarse de nuestro escenario base, sin embargo, eso siempre puede ocurrir y hay que tomar la decisión que parezca como la más apropiada, dada la información que se posee y el análisis que ha hecho. No le parece, además, que los riesgos estén desbalanceados como para sugerir no bajar la tasa de política monetaria.

Se refiere el señor Vicepresidente a un problema que ha destacado anteriormente sobre cambios transitorios de signos de política monetaria. Indica, que más de alguna vez sugirió cautela en el proceso de alza, por cuanto se podría tener que revertir o frenar por un tiempo prolongado dicho proceso. Indica que sigue pensando que eso es deseable, no obstante, no es siempre posible. Si se hubiera sabido la evolución de la economía, lo exógeno a la política monetaria de los últimos 24 meses, ciertamente la decisión de política monetaria hubiera sido distinta y probablemente no se estaría enfrentado a esta posibilidad de bajar la tasa, pero la Política Monetaria se hace con información disponible y es por ello que cree que se ha actuado correctamente. De hecho, la tendencia recopilada en la Minuta que preparara hace poco tiempo Hermann González y Sergio Lehmann, muestra que en muchos países con muy buenas políticas monetarias existen cambios de ciclo e incluso ciclos de política, que

Lp



BANCO CENTRAL DE CHILE

aparentemente no finalizan por encima de la tasa de interés neutral, de modo que estas situaciones, aunque no generales ni deseables, son del todo posibles. Más aún, el que no haya cambios de dirección transitorios, reflejaría que las noticias recibidas son coherentes con el escenario central y lo contrario ocurriría cuando las novedades son significativas, y eso es lo que ha ocurrido en los últimos meses en la economía chilena.

Por último, uno se tendría que preguntar porqué no bajar 50 puntos base. El mercado cree que aquí existe un riesgo que podría interpretar que la reversión sea mucho más intensa de la implícita en nuestro escenario central, lo que ciertamente no es lo que se desea comunicar y también le parece prudente esperar a recibir más información para evaluar si una dosis adicional es necesaria.

Por lo anterior, el Consejero señor José De Gregorio señala que le parece que lo adecuado hoy, es bajar la tasa de política monetaria en 25 puntos base, por lo cual vota en ese sentido.

El Presidente, señor Vittorio Corbo, agradece al staff su trabajo preparatorio y también a los Gerentes que participaron dando su opinión.

Señala el señor Corbo, que el entorno externo sigue siendo favorable. Después de un muy buen año 2006, la economía mundial está experimentando una moderada desaceleración liderada por Estados Unidos de América, mientras que Europa y Asia emergente siguen experimentando un crecimiento robusto. Las perspectivas de la economía mundial apuntan a un aterrizaje suave en Estados Unidos de América, con inflación controlada y una moderada desaceleración de la Zona Euro y Japón. En tanto, el crecimiento del Asia emergente se mantendría robusto. Las condiciones financieras se mantienen favorables en cuanto a tasas de interés y *spreads*. El precio del petróleo continúa ajustándose a la baja. En contraste, el precio del cobre también se corrige en forma importante a la baja. Sin embargo, dado el marco de política actual, los efectos en la demanda interna y en la actividad de este último factor, son más bien reducidos.

Indica el señor Corbo que en la economía nacional, aunque la demanda interna continúa dinámica, las últimas cifras de actividad son más bajas de lo proyectado con la ampliación resultante en la brecha de capacidad. Como contraparte, se sigue configurando un cuadro de medidas de tendencia inflacionaria en torno a medio punto por debajo de lo proyectado en el *IPoM* de septiembre. Los indicadores de expectativas de inflación de corto y mediano plazo están algo por debajo del 3%.

Manifiesta el señor Presidente, que las proyecciones del *IPoM* de enero muestran un escenario central en que, como resultado de la postergación del cierre de brechas y variaciones de costos acotadas, las proyecciones de inflación después de ubicarse en torno al 3% por algunos meses –principalmente por efecto de bases de comparación- se tienden a ubicar en torno al límite inferior del rango de tolerancia de la meta, por un período prolongado de tiempo, para después converger al 3% en la parte final del horizonte de proyección. Este escenario contempla, entre otros supuestos, que el tipo de cambio real no difiere del observado en los últimos días, una moderación en el precio de los combustibles y un impulso monetario algo mayor al que tiene el mercado. Este escenario central de inflación tiene riesgos, los cuales han descrito muy bien tanto el Gerente de Investigación Financiera señor Klaus Schmidt-Hebbel, como el Consejero señor Jorge Desormeaux. Sin embargo, también hay riesgos que la inflación sea menor a lo proyectado, especialmente si no se da el crecimiento de los salarios proyectados y si los precios del petróleo se ajustan a la baja más de lo proyectado. Sin embargo, considera que los riesgos para la inflación están balanceados.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Agrega el señor Corbo, que en estas circunstancias, mantener la tasa de política monetaria llevaría a que la inflación proyectada comience a desviarse en forma más persistente del 3%, con lo cual se corre el riesgo que las expectativas privadas de inflación se comiencen a desanclar. Para evitar lo anterior y como se supone en el *lpoM*, es necesario reducir la tasa de política monetaria para así aumentar la probabilidad de que la inflación retorne a la meta del 3% en el horizonte de proyección.

Por lo anterior, el Presidente señor Vittorio Corbo también vota por reducir la tasa de política monetaria en 25 puntos base.

En mérito de lo anterior, el Consejo adopta el siguiente Acuerdo:

102-01-070111 – Tasa de Política Monetaria.

En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó reducir la tasa de interés de política monetaria desde 5,25% a 5% anual.

Comunicado

“ En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó reducir la tasa de interés de política monetaria desde 5,25% a 5% anual.

La información acumulada en los últimos meses configura un escenario de baja inflación para los próximos trimestres que justifica esta disminución de la tasa de interés, de manera de asegurar la convergencia de la inflación a 3% en el horizonte de política, es decir, en torno a dos años.

El escenario externo relevante para la economía chilena continúa favorable. A pesar de la desaceleración de EE.UU., el crecimiento mundial sigue elevado, mientras que las condiciones financieras internacionales se mantienen ventajosas. Por su parte, los precios del petróleo y del cobre han descendido en las últimas semanas, experimentando una normalización parcial más rápida que la esperada.

La información disponible sugiere que, si bien la actividad interna recobró cierto dinamismo, las holguras originadas en el inesperado menor crecimiento del año pasado persistirán por varios trimestres. Ello se observa a pesar de la vigorosa expansión de la demanda interna, en especial del consumo, del aumento del empleo asalariado y de la reducción del desempleo. Las condiciones financieras internas permanecen favorables.

Las medidas de inflación total y subyacente se ubican entre 2 y 3%, considerablemente por debajo de las proyecciones previas. En ello han influido, además de la caída en el precio del petróleo, las mayores brechas de actividad y las reducidas presiones de costo. Otros indicadores de tendencia inflacionaria siguen bajos, si bien algunos muestran una incipiente reversión, explicada por factores aparentemente puntuales. Se proyecta que en el corto plazo la inflación aumente transitoriamente a cerca de 3% por efectos de base de comparación, para luego ubicarse próxima a 2% por algunos trimestres y converger a 3% en torno a dos años.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Consejo reafirma su compromiso de conducir la política monetaria de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política. Cambios futuros en la TPM para lograr este objetivo dependerán de la nueva información que se acumule y de sus implicancias sobre la inflación proyectada.”

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17.15 horas.



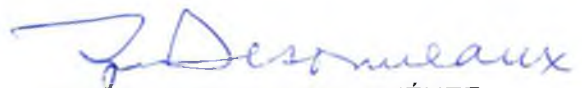
JOSÉ DE GREGORIO REBECO  
Vicepresidente



VITTORIO CORBO LIOI  
Presidente



MANUEL MARFÁN LEWIS  
Consejero



JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ  
Consejero



ENRIQUE MARSHALL RIVERA  
Consejero



ANDRÉS VELASCO BRANÉS  
Ministro de Hacienda



MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI  
Ministro de Fe

hp