



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 104 celebrada el 8 de febrero de 2007

En Santiago de Chile, a 8 de febrero 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 Subrogante, don Leonardo Hernández Tagle;
Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldívar;
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;
Gerente de División 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 Mercados Financieros Nacionales, don Beltrán De Ramón Acevedo;
Gerente Asesor de Comunicaciones, don Luis Alberto Álvarez Vallejos;
Asesor del Ministro de Hacienda, don Luis Felipe Céspedes Cifuentes;
Economista Senior, don Enrique Orellana Cifuentes; y
Economista Senior, doña Erika Arraño González.

A continuación el señor Presidente fija la fecha de la Sesión de Política Monetaria del mes de agosto de 2007, para el día 9 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, señor Sergio Lehmann da comienzo a su exposición señalando como punto destacado del escenario internacional que éste se mantiene favorable. Agrega que se ha fortalecido una perspectiva de desaceleración gradual de la economía de Estados Unidos, mientras el panorama para la Zona Euro se mantiene positivo. En Japón por su parte, se mantienen dudas respecto a la evolución de la demanda interna, particularmente el consumo.

42



BANCO CENTRAL DE CHILE

Respecto al precio de los *commodities*, indica el señor Lehmann que el precio del cobre ha oscilado bajo los 2,50 dólares y hoy día algo menos de 2,40 dólares; en tanto el precio del petróleo se ha elevado ubicándose a valores cercanos a 58 dólares, valor que ha estado afectado por factores climáticos en Estados Unidos de América.

En términos de tasas de interés, agrega el señor Lehmann, las tasas nominales de largo plazo han aumentado, situación que ha sido particularmente más importante respecto al cierre estadístico del *IPoM* y no tanto a la Reunión de Política Monetaria pasada. Esto es especialmente importante en Estados Unidos de América en línea con las mejores perspectivas de actividad.

Indica el Gerente de Análisis Internacional que respecto a expectativas de Tasa de Política Monetaria, éstas se han ajustado nuevamente y dan cuenta de una eventual baja en Estados Unidos de América, bastante dilatada en el tiempo, que se situaría hacia fines de este año. Respecto a la Zona Euro y Japón, agrega que se mantienen las perspectivas de aumento de tasa, aunque hoy día se muestran algo más tenues.

Agrega el señor Lehmann que los mercados emergentes durante las últimas semanas han mostrado estabilidad. En relación con indicadores de actividad y precios en Estados Unidos de América, se ve que en general hay noticias positivas en línea con esta perspectiva de desaceleración en la actividad. Esto incluye tanto datos de venta, como producción industrial y expectativas. Respecto a datos negativos, indica que hay muy pocos.

Destaca por otro lado el señor Sergio Lehmann, que los indicadores de gerentes de compra *SM Manufacturas*, si bien estuvieron algo por debajo de lo esperado, no produjeron mayor impacto en los mercados, ni movimientos importantes en las tasas. Respecto al *ISM servicios*, en tanto, estuvo por sobre las expectativas, en línea con la idea de que el sector servicios en Estados Unidos de América mantiene un dinamismo importante.

Respecto a indicadores de precios, el señor Lehmann agrega que las noticias apuntan a que hay una menor preocupación por la inflación y eso se ha estado reflejando en los datos de tasa más recientemente. Esta situación ha estado apoyada por el comunicado de la FED a partir de su posición de mantención de la semana pasada. Indica el señor Gerente que en relación con el *ISM* se ve que el sector asociado a manufactureros y de servicios se mantiene positivo, no obstante que se desacelera en el margen; el sector manufacturero está por debajo del pivote pero de todas maneras muestra un desempeño en general, en línea con la desaceleración de la actividad y particularmente con el sector manufacturero en Estados Unidos de América.

La relación que se ha observado entre empleo y PIB, indica el señor Gerente, apunta fundamentalmente a señalar que, dado el perfil que se espera de actividad durante el año 2007 en términos de producto en Estados Unidos de América, debiera esperarse creaciones de empleo promedio mensual en torno a 90 mil, por lo tanto, de todas maneras la menor creación de empleo que se había estado observando estos últimos meses, está en línea con la perspectiva de actividad hacia los próximos trimestres.

Los indicadores de confianza, comenta el señor Lehmann, se han mantenido positivos; respecto al mercado inmobiliario, las noticias han sido significativas en términos de reforzar la idea que el ajuste que había mostrado este sector habría llegado a su fin, o por lo menos estaría en el piso. En relación con este tema agrega el señor Gerente, se recogen dos indicadores que son fuentes, la Asociación Nacional de Constructores y los Corredores de Propiedades en Estados Unidos de América, que muestran, primero, que la capacidad de



BANCO CENTRAL DE CHILE

compra de la familia ha aumentado, lo que da buenas perspectivas respecto a la actividad del sector vivienda hacia delante, y segundo, que las expectativas de venta también han ido subiendo. En relación a cuenta corriente y balanza comercial, la tendencia mostrada en el tiempo destaca que la balanza comercial ha reflejado una cierta recuperación, asociada a exportaciones que han mantenido una trayectoria positiva.

Menciona el señor Lehmann que en relación con la inflación, las últimas novedades han sido más bien positivas en el sentido que hay menor preocupación por ésta; destaca particularmente el PC Core que se desaceleró durante los últimos meses y el último mes ha estado más bien estable. La menor preocupación por la inflación ha estado ligada al hecho que el CLU ha mostrado una caída y por tanto reduce potenciales presiones inflacionarias que se pudiesen reflejar en el PC Core.

Indica el mencionado Gerente que, respecto a Europa, las señales han sido mixtas y si se miran todas las economías, focalizándose particularmente en Alemania, las noticias han sido positivas por ventas minoristas y también respecto al sector laboral. Ha habido noticias más negativas en otros países como Italia. En Francia, por su parte, aparece un elemento balanceado y las perspectivas de consumo que habían sido uno de los elementos débiles, han comenzado a mostrar series positivas. Las noticias respecto a inflación han sido más tranquilizadoras. Respecto a PMI, tal como destaca el señor Lehmann, la principal noticia ha estado relacionada con el dinamismo que ha mostrado Alemania, mientras que en el caso de Francia e Italia, las otras grandes economías de la Zona Euro, ha sido más bien estable. En relación con holguras en la Zona Euro, se aprecia que la tasa de desempleo ha tendido a caer, mientras que la que ha sido utilizada tiende a subir y esto afirma o refuerza la necesidad de ajuste potencialmente hacia delante de la tasa de interés en Europa.

Señala el señor Gerente que el sentimiento económico se ha mantenido positivo y estable en el último mes y eso hace ver que el PIB debería tender a moderar su expansión hacia el año 2007. Respecto a componentes, agrega que tanto el sector industrial como consumidores y servicios muestran una trayectoria positiva y no está focalizado en algún sector.

Indica el señor Lehmann que en lo que respecta a Japón, las principales dudas se relacionan con el consumo privado y su evolución; las cifras del tercer trimestre muestran que no está creciendo. Las perspectivas hacia delante muestran dudas, los datos de préstamos, tanto hipotecarios como individuales, han indicado una tendencia hacia la baja y por lo tanto la evolución que pueda tener el consumo hacia delante reafirma las dudas respecto al crecimiento que pueda tener. Esto también está afirmado por cifras de desempleo que si bien han bajado desde el año 2003, se mantienen estables durante los últimos meses. En términos de remuneraciones, ése también es un elemento que ha estado detrás de la evolución relativamente débil del consumo, la que se ha mantenido prácticamente sin crecimiento durante los últimos meses. Respecto a inflación, la noticia ha sido más benigna; han tendido a caer los indicadores de inflación en doce meses, lo mismo que la inflación subyacente. Respecto a crecimiento mundial, la proyección que se tiene hoy día no es distinta a la que se presentó al *IPoM* para el año 2006 o a la estimación 5,3%, pero destaca el hecho que dada la estimación que se tiene para el cuarto trimestre para Estados Unidos de América, llevaría a un crecimiento de 3,4%; destaca asimismo el hecho de que China habría crecido finalmente el año 2006 un 10,7%. Para el año 2007 se tiene una revisión marginal al alza en una décima y esto también asociado a Estados Unidos de América que crecería una décima más de lo que se había estimado en el *IPoM* de enero. El crecimiento de China marginalmente estaría más dinámico.

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

El señor Gerente de Análisis Internacional se refiere al balance de producción y demanda por cobre refinado para efectos de apoyar la proyección que respecto al precio del cobre se tiene -fuente Cochilco-. Menciona que lo más destacable es, primero, mostrar que la oferta el año 2007 indicaría una expansión de casi 6%, mientras que la demanda crecería marginalmente por debajo de 5%. Eso da un saldo más bien positivo de superávit en el mercado del cobre. No obstante, de todas maneras es bastante marginal este aumento, es decir, esta diferencia, que se produce en inventario, que pasa de tres semanas a cuatro semanas de inventario, es bastante marginal y eso ayuda a sostener un precio del cobre similar al que se está observando hoy día, de acuerdo a la proyección de Cochilco. Indica que para el próximo año se mantiene un balance más bien positivo en términos de mayor producción de cobre, pero de todas maneras es bastante marginal y el aumento de inventario también es pequeño y eso hace prever que el precio del cobre se mantendría en niveles relativamente elevados. Todo esto lleva a apoyar la proyección que se tiene para este año de 2,30 dólares, equivalente a la que teníamos en el *IPoM* de enero, y para el próximo año de 2,00 dólares.

Señala el señor Lehmann que en términos de bancos de inversión, los movimientos o ajustes han sido pocos, pero han ido en línea con lo que se está proyectando en términos de Deutsche Bank y también lo que está proyectando Cochilco, que para el próximo año también indicó un precio promedio de 2,00 dólares, en línea o acorde con lo que se había presentado en el *IPoM*.

Respecto al mercado del petróleo, menciona el señor Gerente, se tuvo una caída importante en las primeras semanas de enero, a propósito de las condiciones climáticas benignas en Estados Unidos de América; el hecho que se hayan deteriorado después ha sido el factor principal que llevó a elevar el precio durante las últimas semanas, pero en términos de trayectoria, se mantiene la proyección que teníamos en el *IPoM*; no hay grandes diferencias en ese sentido, está relativamente alineado con lo que se estaba previendo.

Menciona el señor Gerente que en cuanto al balance proyectado para el mercado mundial del petróleo por el Departamento de Energía de Estados Unidos de América, para este año se espera un crecimiento de la oferta de producción de petróleo de 1,5%, mientras que la demanda crecería casi 2%. En este caso, se ve con signo distinto a lo que se mostraba en el caso del cobre, pero básicamente hay un balance negativo en el sentido que hay menos producción de lo que se mandaría y por lo tanto, tendríamos reducción de inventarios durante este año. Hacia 2008 tenemos una situación algo distinta, en el sentido de que la oferta crece más de lo que lo hace la demanda y eso lleva también a que se produzca cierto equilibrio, particularmente en términos del mercado del petróleo el próximo año. Esta situación ha llevado al Departamento de Energía de Estados Unidos de América a mantener un precio del petróleo en torno a 60 dólares y para el próximo año a un valor no muy distinto a eso, incluso algo mayor.

En términos de quiénes son los países que explican esta evolución de la oferta, los países que están incrementando la oferta son los países de la OPEP y en alguna medida un poco más marginal, países de la ex Unión Soviética y naturalmente Rusia. Menciona al señor Gerente que todo esto lleva a que las perspectivas de precio no se modifiquen respecto a lo que se preveía en el *IPoM* pasado, es decir, un precio promedio de 57 dólares para 2007 y 55 dólares para 2008. El precio largo plazo se ha mantenido también en 50 dólares. Consultados los principales bancos de inversión respecto a cuáles son los precios largo plazo que están viendo, la mayoría de ellos no ha modificado sus perspectivas y están en torno a 40 / 50 dólares, salvo el Departamento de Energía de Estados Unidos de América, que ha elevado su proyección de largo plazo de 57 a 59 dólares. Ellos definen largo plazo a 30 años, es decir, el precio a 30 años lo ven a 60 dólares debido a que ellos ven un mercado ajustado por los

HP



BANCO CENTRAL DE CHILE

próximos años. En términos más coyunturales, para 2007 ellos han ajustado hacia la baja su proyección, de 64 a 59 dólares y los cambios respecto a otros bancos de inversión han sido bastante marginales. Agrega el señor Gerente, que también el Departamento de Energía de los Estados Unidos de América modificó ligeramente su proyección de precio de petróleo para el próximo año. ¿Qué ha estado detrás del aumento más reciente del precio del petróleo? Básicamente la relación de inventarios de *heatingoil*, esto es, la relación de inventarios a demanda, que se mide en días de consumo. Después de haber estado mostrando una gran holgura, producto de las buenas condiciones climáticas, el frío ha llevado a reducir fuertemente esa relación y de hecho si se compara con la relación de 2006, hoy día la relación de inventarios a demanda está por debajo de lo que se veía el año pasado, pero de todas maneras está bastante por encima de lo que fue el promedio 2000 – 2004.

Respecto a Tasa de Política Monetaria indica el señor Lehmann, los ajustes en el mercado han sido bastante marginales las últimas semanas. Destaca el caso de Estados Unidos de América que se ha ajustado marginalmente hacia el alza. En el caso de Europa, por el contrario, ha sido marginalmente hacia la baja, derivado de cifras de inflación que han sido seguramente más benignas, así como también que la desaceleración ha sido relativamente gradual y se mantendría o se haría efectiva durante el primer trimestre. En el caso de Japón también se observa una trayectoria marginalmente por debajo de la que se tenía en la Reunión de Política Monetaria de enero, esto, en primer lugar, por cifras de inflación que han tenido un comportamiento más moderado, así como también por decisiones del Banco de Japón de ir postergando el aumento que el mercado tenía anticipado en algún momento. Menciona el señor Lehmann que hay cambios en las perspectivas de Tasa de Política Monetaria para el próximo año; se han ajustado a la baja y se estarían situando más bien hacia el final de este año. La posibilidad de un segundo recorte hoy día es ínfima. Menciona el señor Gerente, que las tasas de interés tuvieron un comportamiento hacia el alza a partir de cifras positivas de actividad, particularmente en Estados Unidos de América y han tendido a reducirse las tasas nominales a partir de cifras de inflación que han dado cuenta de menor preocupación por su evolución hacia delante. Respecto a paridades, el tipo de cambio multilateral de Estados Unidos de América ha estado bastante estable aunque predominan los signos negativos que apuntan a una depreciación del dólar que es bastante marginal. Por otra parte, se ha apreciado el dólar solamente respecto a un par de monedas durante la última semana.

En términos de premios por riesgo, menciona el señor Gerente, han estado bastante estables, tanto en el caso de América Latina como el MB global. Respecto a flujo de capitales, se ha mantenido una trayectoria positiva, han estado llegando flujos de capitales hacia economías emergentes durante las últimas semanas, manteniendo una trayectoria durante los últimos meses.

El Presidente señor Vittorio Corbo agradece la presentación del señor Lehmann y menciona que el escenario externo desde la última vez se ha fortalecido; agrega que en Estados Unidos de América el aterrizaje va a ser más suave, que es lo que pensaban muchos, incluso hasta los mercados financieros tienen esa opinión ya que no esperan baja de tasa, la que podría producirse hacia fines de este año. Agrega el señor Presidente que en Europa, por su parte, Alemania se sigue viendo sólida, incluso con la preocupación que había del aumento del impuesto al valor agregado en tres puntos, situación que pareciera que está siendo bien dirigida. En el resto del mundo, Asia se aspecta muy bien, India se presenta con un ritmo inusitado, proyectándose que alcanzará un crecimiento sobre 9%. Por su parte China crecerá cerca de 11%. Agrega el señor Presidente que el entorno externo sigue muy favorable y la parte financiera se ha aplanado.

hp



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Consejero señor Manuel Marfán manifiesta que tiene una duda. Señala que la sensación que le da la proyección del precio del petróleo que se mostró en el Informe es que hubo un *blip* durante enero y que se está volviendo a lo que es nuestra proyección. Indica que se debería explicar qué es lo que pasó en ese *blip*, pero la explicación que se da respecto de la razón por qué ha estado subiendo el precio del petróleo, es más bien una explicación debida a un *shock* climático, entonces, tiene la sensación que no es que se esté deshaciendo un *blip*, sino que hay un factor adicional. Solicita si se puede investigar más sobre el tema; considera que si continúa el mal clima en el hemisferio norte, probablemente el petróleo va a seguir subiendo su valor.

Sobre el particular el Gerente de Análisis Internacional indica que lo anormal dentro del escenario fueron las temperaturas inusualmente cálidas en el hemisferio norte durante las primeras semanas de enero y eso produjo el *blip*. Agrega que hoy día se está en una situación más normal en términos históricos, no obstante que ha sido algo más fuerte la situación climática, pero menciona que se está en una trayectoria normal dentro de una evolución relacionada con ese factor.

El Gerente de División Estudios, señor Rodrigo Valdés, indica que respecto al petróleo cree que, dado lo que hizo el Departamento de Energía de Estados Unidos de América y lo que han hecho los bancos de inversión, nuestro escenario central puede estar un poco sesgado al alza respecto al precio del petróleo.

El señor Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco, agrega que hay más riesgos de lo que se prevé en el escenario base.

Por su parte, el señor Rodrigo Valdés señala que el escenario base es el escenario base y que lo que él dice es que cuando se hizo el *IPoM* se tenía la percepción de que los riesgos al alza o a la baja eran más bien acotados. Pero éstos se han movido, dado lo que ha pasado con las demás proyecciones, más bien al alza que a la baja. Lo segundo que agrega el señor Valdés, es que a uno se le olvida que el uso de la palabra *strong* digital en una conferencia significa alza de tasa el próximo mes.

El Presidente señor Corbo menciona que el único comentario que haría es que el tema del petróleo todavía no está muy claro, porque durante la semana hubo muchas noticias que indicaban que el petróleo tendría un alza y sin embargo no alcanzó los 60 dólares, pues hasta Arabia Saudita, que señaló que iba a cumplir con la restricción de la OPEP, la está cumpliendo. Estima que respecto al tema del petróleo cabría esperar un tiempo más, porque si con la restricción no alcanzó a 60 dólares y con el clima tremendamente duro del hemisferio norte tampoco pudo llegar a esa cifra y tuvo una baja nuevamente, a lo mejor hay otros factores importantes que están influyendo en el precio.

El Gerente de Mercados Financieros Nacionales, señor Beltrán De Ramón resalta lo volátil e impredecible del mercado del cobre y cree que el del petróleo no lo es tanto. Respecto al cobre, señala que no está claro para dónde va. Menciona que la mirada de algunos analistas indica que llegará a 2,10 dólares ó 2,0 dólares, y otros, dicen que vuelve a 2,90 dólares. Indica que el precio está muy volátil todos los días, incluso con diferencias



BANCO CENTRAL DE CHILE

sustantivas entre Nueva York y Londres. Agrega que ha habido días en que Nueva York está 3% arriba y al día siguiente vuelve atrás y por su parte Londres cae. Indica que esas variaciones van más o menos de la mano y cree tienen relevancia para el tipo de cambio. Agrega el señor De Ramón que es una variable de incertidumbre que está ahí y que debilita al peso, entonces habría que observar cómo siguen desarrollándose los acontecimientos, los que considera importantes.

El Consejero señor Jorge Desormeaux comenta que le parece interesante explorar qué está pasando con las paridades en Asia. Le da la impresión que los países asiáticos están llegando al extremo de su capacidad para mantener inalteradas las paridades respecto del dólar. Comenta que hace poco las proyecciones del *Consensus Forecast* o JP Morgan hablaban de depreciación del yuan en un 10% este año. Manifiesta que no sabe cómo afecta esa situación a nuestras proyecciones de inflación, pero cree que es un hecho interesante. Agrega que Asia está llegando al fin de este intento por mantener sus paridades inalteradas y que, en consecuencia, hay una apreciación de las monedas asiáticas.

El Gerente de Análisis Internacional, señor Sergio Lehmann agrega que respecto al yuan, las expectativas son que durante este año se aprecie y las presiones en ese sentido se han mantenido, por lo tanto el escenario central contempla un yuan que se aprecie en torno a 3% - 5% al menos. Puede ser que se aprecie más al final. Menciona que este es un tema que se está monitoreando.

El Vicepresidente, señor José De Gregorio hace mención a que se está produciendo un *lowlanding*, pero dada la situación, indica que le cabe la duda si se trata de un *lowlanding* o un *forcelanding*.

El señor Ministro de Hacienda consulta respecto a qué hace suponer que si hay *lowlanding* por seis meses o doce meses, el aterrizaje después es más abrupto o qué podría gatillar aquello. Señala que hace años se viene especulando que va a haber una reversión del flujo de capitales y que esa sería la razón que gatillaría el ajuste, y hasta ahora eso nunca ocurrió.

El Presidente señor Corbo indica que las tasas podrían ser la razón de eso.

El Ministro señor Velasco replica que por supuesto, pero un escenario donde hay un *landing* por un alza de tasas, es bastante distinto al escenario con que se especulaba hace años atrás, en que había un *landing* fuerte en el precio de los activos.

El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, indica que hay que fijar el *landing* en el aumento del desempleo.

Comenta el señor Ministro que en un encuentro en Davos con su amigo Nouriel Roubini le consultó cuál le parecía un escenario malo, malo, y éste le respondió que dos *quarter* es un crecimiento cercano a cero, es un crecimiento realmente malo.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Agrega el señor Ministro que lo que quiere decir con eso es que, si ése es el *hardlanding*, es un *hardlanding* muy diferente al que estaba en la cabeza de algunos analistas hace un año atrás, en que había una fuerte caída en el precio de los activos, especialmente inmobiliarios, había una reversión de los flujos de capitales, una reversión de la cuenta corriente de Estados Unidos de América y se tenía un escenario mucho más catastrófico. Eso hoy no lo está pensando nadie, ni siquiera Rubini.

El Vicepresidente don José De Gregorio menciona que ese era el escenario que se tenía hace uno y dos años atrás y que venía muy fuerte. Después, agrega, cambió un poco el mundo y venía el *softlanding* sin mayores problemas; ahora, aparentemente lo que estaría pasando y que estamos conversando, es que no habría siquiera ese *softlanding*, el cual ahora sí podría ser inducido por una política monetaria más dura de lo que se contemplaba antes.

El Consejero don Manuel Marfán menciona que la inquietud que tenía era cómo se disuelven los desequilibrios macro globales que tiene la economía. Agrega que su duda es si se resolvían abruptamente o se resolvían con suavidad. Entonces, el hecho de que Estados Unidos de América estuviera amainando su ciclo económico daba la sensación de que el *softlanding* iba aumentando su probabilidad y que había menos riesgo de un *hardlanding*. Ahora, tiene la impresión de que en orden de magnitud, los desequilibrios macro son menos importantes que lo que se percibía un tiempo atrás. De hecho la cuenta corriente en Estados Unidos de América, a pesar de todo, algo se ha corregido en el margen.

El señor Ministro agrega que lo mismo ha sucedido con el déficit fiscal.

Agrega el Consejero señor Manuel Marfán que incluso tiene más confianza aún respecto al tema con una mayoría demócrata en los Estados Unidos de América; agrega que en ese país los demócratas han sido bastante más responsables que los republicanos en el manejo fiscal. Señala que el punto que quiere hacer es si el *lowlanding* aumenta o no aumenta, o sea, cómo se resuelven los desequilibrios macroglobales. Ése es el tema. Se pregunta si es una postergación, o no hay que preocuparse. El señor Marfán considera que se debe seguir observando ese tema pues tiene la impresión de que ese es el camino por donde debería ir el análisis. Agrega que si efectivamente hubiera una apreciación de las monedas asiáticas, sería muy difícil que el ajuste en Estados Unidos de América no fuese con una pérdida de dinamismo fuerte; indica que no ve de qué forma lo podrían evitar.

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 los registros de IPC total e Imacec del último mes se enmarcaron en el escenario base del Informe de Política Monetaria de enero, pero varios indicadores dan cuenta de mayores riesgos al alza para la inflación. Agrega que el Imacec del mes de diciembre creció cerca de 5% anual descontado el efecto calendario, con lo que la actividad interna recobró cierto dinamismo durante el cuarto trimestre del año pasado, y la inflación anual del IPC se acercó a 3%. Si bien la inflación IPC del mes de enero fue similar a la prevista, las medidas subyacentes aumentaron por sobre lo esperado. Señala el señor

49



BANCO CENTRAL DE CHILE

Magendzo, que esto, por ahora, no constituye un antecedente suficiente para modificar el escenario central, no obstante algunos de los riesgos asociados a esta proyección han aumentado, en especial, por algunas de las noticias del mercado laboral y los incrementos en las medidas de tendencia inflacionaria.

Señala el señor Magendzo, que las expectativas de inflación a uno y dos años se han ajustado al escenario del Informe, reduciéndose la inflación esperada en el primer año y aumentando la del segundo. A más largo plazo éstas siguen ancladas en 3%. Las expectativas de mercado para la tasa de política monetaria se han alineado con el escenario de menor inflación del Informe, esperándose una prolongada mantención de la tasa de política monetaria en su nuevo nivel. Señala que previo a los datos de IPC, se consideraba probable un nuevo recorte de la tasa de política monetaria en el año 2007.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Magendzo, señala que se estima que las condiciones financieras internas descendieron tras el recorte de la tasa de política monetaria en el mes de enero. Agrega, que considerados los valores previos a la RPM anterior, las tasas de los BCP-2, 5 y 10 son entre 15 y 50 puntos base menores. Las expectativas para la tasa de política monetaria se ajustaron al escenario de inflación del Informe, anticipándose una prolongada mantención de ella. Indica el señor Magendzo, que en el curso del mes la *forward* anticipaba un nuevo recorte en el año 2007, que se disipó una vez conocido el IPC de enero. Agrega que en línea con esto, la mediana de la Encuesta de Expectativas Económicas de febrero indica que la tasa de política monetaria se mantendría en 5% por todo el año 2007, con un aumento de 25 puntos base a diciembre del año 2008. Por su parte, las tasas de colocación a personas y empresas no tuvieron grandes cambios, al mismo tiempo que los agregados monetarios y crediticios siguieron con las tendencias de los meses previos: tasas de variación anual altas y estables los primeros, y algo menores los segundos.

Señala el señor Magendzo, que en el tipo de cambio tampoco se registraron mayores novedades respecto de los días previos a la reunión anterior, en que éste había mostrado una leve depreciación respecto del mes de diciembre. Así, el tipo de cambio nominal se depreció 0,5% respecto del cierre de la reunión anterior, valor que fue similar para las medidas multilaterales. Indica que el tipo de cambio real igual aumentó levemente.

Hace presente también el señor Magendzo, que las expectativas de inflación a uno y dos años plazo se han ajustado al escenario del Informe de enero, con una disminución en las del primer año y aumento de las del segundo. A plazos mayores las expectativas siguen en torno a 3% anual.

Indica el señor Magendzo que por el lado de la actividad y la demanda la información del mes se enmarcó dentro del escenario central previsto los últimos meses, confirmando que la actividad tuvo cierta aceleración en el cuarto trimestre del año 2006. En diciembre, la tasa de variación anual del Imacec fue de 3,6% pero eliminados factores calendario se acercó a 5%. Así, el crecimiento promedio del cuarto trimestre fue bastante superior al del trimestre anterior, cerrando el año con un incremento promedio del orden de 4,2%. Esta cifra corresponde al promedio simple de los Imacec del período según la Compilación de Referencia 1996, y no considera las correcciones de cifras que se harán cuando se publique el cierre preliminar del año 2006, en el mes de marzo. Con los datos a diciembre se estima que el consumo creció en el último cuarto del año 2006 a tasas similares a las del tercer trimestre, relativamente en línea con lo que se esperaba en enero.

Por otro lado, señala el señor Magendzo, la inversión ha tenido noticias mixtas. El incremento del volumen de las importaciones de bienes de capital del cuarto trimestre del año 2006 tuvo correcciones al alza por revisiones habituales de sus deflatores, sin embargo,



BANCO CENTRAL DE CHILE

los datos disponibles del mes de enero apuntan a un valor algo menor al de los meses anteriores. Menciona que la información reciente del mercado inmobiliario reafirma la recuperación observada los últimos meses y un panorama más favorable que a mediados del año 2006. La revisión del catastro de la Corporación de Bienes de Capital a diciembre del año 2006 redujo la inversión proyectada para este año, especialmente, por retrasos en la puesta en marcha de proyectos mineros y energéticos. Indica, que buena parte de esta información ya había sido anticipada en base a contactos preliminares con empresas e incorporada en el escenario base de enero. En todo caso, esa información sigue apuntando a que este año la inversión en obras de ingeniería tendría un crecimiento relevante.

El Gerente de Análisis Macroeconómico menciona que las expectativas, tanto de consumidores como de empresarios, no tuvieron grandes variaciones, manteniéndose por sobre los valores neutrales. En el mes de diciembre el comercio recuperó parcialmente su tasa de crecimiento anual y la industria tuvo un crecimiento menor al de meses previos, aunque afectada por los dos días hábiles menos que se registraron ese mes. Asimismo, hace presente que sorprendió en el mes el desempeño de la minería, con un crecimiento anual menos negativo que lo previsto, y un sobrecumplimiento de programas. Agrega que esto último incidió en que se considere que se produjo una acumulación importante de existencias en el último trimestre del año 2006.

Manifiesta el Gerente de Análisis Macroeconómico que la información del mercado laboral siguió apuntando a un panorama de holguras acotadas. Por un lado, los datos de la encuesta de empleo de la Universidad de Chile al mes de diciembre, al igual que los del INE, mostraron que la tasa de desempleo en el Gran Santiago ha tenido una caída importante desde el año 2005 a la fecha, aunque con niveles superiores. Los datos del INE para el trimestre móvil terminado en el mes de diciembre mostraron un leve cambio en sus tendencias recientes, con un crecimiento anual del empleo total que no siguió aumentando y una tasa de desempleo que no continuó descendiendo. Por otro lado, luego de varios meses de caídas sistemáticas, el crecimiento anual de los salarios nominales tuvo un incremento en diciembre. No obstante, su velocidad de expansión no muestra mayores cambios y los CLU siguen creciendo a tasas bajas y con velocidades descendentes.

Comenta el Gerente de Análisis Macroeconómico que por el lado de la inflación, el incremento del IPC en el mes de enero fue similar al proyectado en el Informe. Las medidas subyacentes, en cambio, aumentaron más que lo esperado, aunque por ahora esto no modifica el escenario base del Informe de enero. El mayor incremento del IPCX1 se asoció a aumentos por sobre lo previsto en algunos productos específicos, en los cuales destacan el transporte interurbano, los pasajes de avión y el costo del servicio doméstico. En los indicadores de tendencia, la velocidad de la inflación IPCX1 tuvo una aceleración importante. Las medias podadas y el IPCX2 mostraron incrementos en todas las medidas, a diferencia de meses anteriores.

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

EL Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés señala que desea hacer algunos comentarios. Le parece que las mayores noticias que se han presentado están por el lado de la inflación, configurando un mayor riesgo del que se tenía el mes pasado, que era una inflación efectivamente algo por encima del escenario central. Agrega, que otra noticia es que la demanda interna a comienzos de este año estuvo menos dinámica de lo proyectado, y en todo caso, respecto de las tasas de crecimiento que mostró el cuarto trimestre del año pasado.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Señala el Gerente de División Estudios señor Valdés, que respecto a la inflación, el IPCX1 se une también con el tema del desempleo más bajo y de algunos indicadores de remuneraciones, en particular el índice de remuneraciones subiendo algo más. Agrega, que quizás hay una leve contradicción. Se ha tratado de explicar la sorpresa de IPCX1 por algunos bienes específicos.

Por otra parte, el Gerente de División señor Valdés comenta que respecto a la demanda, el asunto es mucho menos dramático de lo que se está apreciando, por tratarse sólo un mes de importaciones, que en particular resultan bastante volátiles, por lo cual se puede traer una conclusión menos dramática.

Agrega el señor Valdés que con el tema de los mercados financieros, se tuvo en este mes una relativa volatilidad en las tasas; la curva UF se presentó no tan volátil y más bien bastante estable respecto de la Reunión de Política Monetaria de enero, y básicamente, se pasó durante el mes, de expectativas de bajas adicionales a una de mantención prolongada.

Con respecto a la inversión el Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco, consulta por qué no se coloca como noticia importante la importación de bienes de capital que tiene cierta volatilidad. Agrega que si sumado a lo que pasa con el catastro de bienes de capital ambos datos no constituyen una tendencia, sino más bien una llamada de alerta.

El Gerente de División Estudios señor Valdés, señala que en su comentario no quiere decir que no existan más riesgos que una demanda interna, lo que está afirmando es que es suficientemente volátil y por lo tanto, la sorpresa que se produzca en la velocidad de las importaciones es comparable con lo que ha sucedido en muchas otras ocasiones. En cambio, lo ocurrido con el IPCX1 causó una mayor sorpresa.

Señala el señor Valdés, que con el tema del catastro, mencionado por el señor Ministro, lo descartaría, simplemente, porque ya se tiene bastante información incorporada, sin embargo, más allá de aquello tiene dudas que se trate de un fenómeno macro, y más bien estima que se trata de postergaciones por permisos y otros.

El Consejero señor Manuel Marfán, señala que con respecto al avance de inversión pública piensa que se debería diferenciar lo que es Caja, que es lo que mide realmente el gasto de la inversión. Ya que se puede perfectamente llegar a la meta con saldo cero, se puede adelantar contratos, pero habría que tener alguna percepción respecto si el grado de avance de los proyectos de inversión pública tiene un ritmo adecuado para poder tener una mejor apreciación respecto de la evolución de la demanda.

Por otra parte, con respecto del empalme de las cifras de empleo, estima que el origen del problema no consiste en si éste está bien o mal hecho, sino que cree que el error fue haber supuesto una metodología de cambio de muestra suponiendo que éste iba a ser marginal, pero el cambio no fue marginal como se pensaba. Agrega que a su parecer, el INE fue sorprendido por un cambio en la estructura y la composición en la fuerza de trabajo y tasas de participación, que no se esperaban, lo que en su opinión no hay empalme que pueda corregir este problema.

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

Asimismo, el Consejero señor Marfán comenta que el tipo de cambio observado, en la proyección del mes de febrero es más de un 1% por sobre lo esperado en la proyección del mes de enero, lo que también debería tener algún impacto sobre la proyección de inflación de \$535 a \$542. Agrega, que se imagina que el impacto sobre el tipo de cambio real si se hiciera una nueva proyección éste se mantendría en el nivel actual. En cuanto a inflación, cree que se podría corregir el riesgo de alza respecto a la proyección que se tenía en el *IPoM*, incorporando la sorpresa del *IPCX1*. Le parece que incorporando todo eso, incluso en un escenario pesimista la proyección de inflación sigue siendo más baja de lo proyectado en el *IPoM* de septiembre pasado.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señala que las exportaciones industriales sorprendieron algo hacia la baja y se debió a los *commodities*, cuyo crecimiento fue casi nulo en 12 meses, lo que se revirtió en enero.

Por otra parte, el señor Magendzo, respecto al tipo de cambio, señala que en las proyecciones de corto plazo está considerado que afecta mayormente a los precios de combustibles en pesos y algunos ítems muy particulares.

El Consejero señor Enrique Marshall indica que quiere efectuar un comentario respecto de las cifras de mercado laboral, consistente en que en la Minuta se desliza una cierta preocupación respecto a la evolución de dicho mercado. Consulta qué es lo realmente nuevo que se conoce sobre el mercado laboral, considerando que ya se tenían cifras y antecedentes en el mes de enero y especialmente si existe un mayor convencimiento de la confiabilidad de los datos entregados por el INE.

El Gerente de División Estudios señor Valdés, señala que sobre el particular existen 3 fuentes distintas para ese diagnóstico: En primer lugar, se debe considerar la encuesta de la Universidad de Chile, que es el dato más importante, que muestra que la tasa de desempleo ha ido bajando en 12 meses. La segunda información que constituye un dato relevante es que las remuneraciones en 12 meses tuvieron un alza importante en diciembre. Y en tercer término, que de las reuniones que se han sostenido con el INE se han aclarado algunas dudas que tenía el Banco sobre el particular, ya que las explicaciones entregadas por dicho organismo son satisfactorias respecto de los datos entregados.

El Gerente de División Política Financiera señor Pablo García, con respecto a este mismo tema, es de la opinión que se debe tener cuidado de cómo se califican los datos del INE, porque una parte lo constituye el diagnóstico del desempleo, que podría haber sido más bajo, lo que se venía discutiendo desde el *IPoM*. Por otra parte, los datos más coyunturales muestran que eso ya se terminó, se revirtió y entonces cabe preguntarse cómo ponderar aquello, ya que efectivamente puede ser más baja, pero si hubiere seguido cayendo, sin embargo el dato duro de empleo del INE, incluso empleo asalariado, muestra una tendencia en el margen más tenue, que pareciera que aunque la brecha pudiera ser más cerrada aparentemente ya se ha detenido.

Por otra parte, respecto al efecto sobre la inflación tiene la impresión de que a esta frecuencia es difícil argumentar que el efecto puede ser tan fuerte como para producir aceleraciones de 1 punto en la inflación subyacente en un par de meses.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En cuanto a la curva *Phillips*, el señor García señala que ésta opera con rezagos bastante mayores, en consecuencia debiera esperarse un tiempo más prolongado que solamente un par de meses. Agrega, que en general, en la discusión respecto de mercado laboral se le cree más al INE y de ahí a tratar de hacer vínculos con la aceleración de la inflación subyacente, le parece, que es aún prematuro ya que no se cuenta con antecedentes suficientes.

El Gerente de Mercados Financieros Nacionales señor Beltrán De Ramón, señala que respecto del tipo de cambio cerró la última semana en alrededor de \$550, constituyendo el precio más alto del último año y medio. Agrega, que está volátil por la estacionalidad propia y se ha detectado bastante demanda externa por dólares, mientras los operadores locales han estado vendiendo la divisa. Comenta que dada la fortaleza del Real, algunos operadores apuestan a la apreciación de dicha moneda y a una baja en el peso, que estaría fundamentado en alguna incertidumbre respecto del precio del cobre y a las medidas del Banco Central de Chile.

El Presidente señor Vittorio Corbo comenta que esta situación está relacionada con la revisión de la clasificación de riesgo de Brasil, en el momento en que el Gobierno de ese país es un acreedor neto de moneda extranjera o de divisas lo que implica una presión fuerte sobre el Real.

El Gerente de División Estudios señor Valdés cree que no se puede explicar estos cambios transitorios por lo que está pasando en el mercado laboral, pero sí quiere recordar que el diagnóstico incluye brechas importantes. Agrega que lo que se está viendo es una señal de aceleración más rápida y, por otro lado, una señal independiente que pone más riesgo a que el diagnóstico de brechas suficientemente abiertas para sostener ese escenario sea válido. Por consiguiente estima, que ahora no es el momento de poner totalmente en duda el escenario base, que sigue siendo válido, pero existe un riesgo.

El señor Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco, en relación al empleo, indica que no se puede perder de vista la fuerte estacionalidad de los planes de empleo público, que no están todavía plenamente capturados en estas cifras que se han entregado. Señala que en el primer trimestre del año van a caer fuertemente. Agrega que si bien el promedio anual de empleo no ha cambiado relativo a las proyecciones, no se puede perder de vista que de aquí al mes de junio va a tener una fuerte caída, lo que tiene implicancias en el empleo y el desempleo.

Respecto a la inflación, el señor Ministro señala que desea enfatizar lo que indicó el Consejero señor Manuel Marfán, en el sentido que más allá de las cifras recientes, las proyecciones de inflación en todos los horizontes relevantes están por debajo de las del IPoM de septiembre del año 2006, cuya interpretación puede discutirse. Sin embargo, nos encontramos frente a una trayectoria de inflación ciertamente menor de lo que se contempló hace uno meses.

En relación al efecto del Transantiago, señala el señor Ministro, que el Ministerio de Transporte debería oficialmente comunicarle al INE la información sobre el impacto que tendrá este nuevo sistema en las tarifas. Agrega, que la estimación preliminar del Ministerio que dijere, es que la puesta en marcha del Transantiago implica una caída no despreciable en la tarifa promedio del transporte público, en los próximos seis meses, en razón del que el nuevo sistema implica un menor costo.

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

Finalmente, el señor Ministro señala que el último punto que quiere comentar dice relación con la inflación y las proyecciones del Banco Central de Chile, las expectativas de mercado y la relación entre la una y la otra. Sobre el particular, le parece que existe una paradoja tal como lo ha comentado el Consejero señor Manuel Marfán, que consiste en que si bien es cierto que todas las indicaciones de corto plazo en el último mes llevaron a que la inflación subiera, las proyecciones de mediano y largo plazo del mercado bajaron, lo que reivindica lo que señaló en la reunión pasada en cuanto que las proyecciones del mercado dan mucha importancia a lo que hace y proyecta el Banco Central de Chile. Lo que puede ser leído como un problema de mercado o como un reconocimiento al Banco Central, pero también constituye una señal respecto a cómo manejarse en circunstancias en las que las proyecciones de mercado difieren de las proyecciones del Instituto Emisor.

El Presidente señor Vittorio Corbo señala en relación al comentario del Ministro, que esta credibilidad hacia el Banco Central de Chile implica una gran responsabilidad de ser cuidadosos de este activo que hay que proteger institucionalmente.

El Consejero señor José De Gregorio señala que quiere referirse a la discusión sobre la implicancia inflacionaria y lo que está ocurriendo en materia de la brecha de empleo. En primer lugar, esperaría una reacción algo más importante en los salarios y en los costos de la mano de obra, antes de que empiece a afectar el IPCX.

En segundo lugar, señala el señor Consejero, que un tema que no está en esta discusión, pero cree que también es parte de ella, que consiste en la incertidumbre que se tiene de la brecha que se producirá con las correcciones del PIB. Agrega que el Banco publicará la nueva Compilación de Referencia 2003, por lo que las tasas de crecimiento del PIB de los años anteriores podrían ser menores, afectando las estimaciones del PIB Potencial y las brechas, con la respectiva implicancia en la inflación y en la política monetaria.

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° 104.

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 enero, el Consejo decidió reducir la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base a 5% anual, luego de seis meses de mantenerla en 5.25%. La decisión se justificó a partir del escenario de baja inflación que se proyectaba para los próximos trimestres. Se consideró que, si bien la actividad interna había recobrado cierto dinamismo, había más holguras por el menor crecimiento del año pasado. Asimismo, las medidas de inflación total y subyacente se ubicaban considerablemente por debajo de las proyecciones previas, influidas por la caída del precio del petróleo, mayores brechas de actividad y reducidas presiones de costo.

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

Señala el Gerente de División Estudios que, desde la última reunión, las principales novedades apuntan a mayores riesgos de que la inflación se ubique por encima de lo contemplado en el escenario base.

- En el lado externo, el escenario continúa favorable. Un aterrizaje suave en Estados Unidos de América cobra más probabilidad, llevando a un nuevo ajuste en las expectativas de recortes de la tasa de interés este año hacia sólo uno eventual y dilatado en el tiempo. La Zona Euro muestra un dinamismo algo mayor que lo esperado. El precio del cobre ha oscilado alrededor de algo menos de US\$ 2,5 por libra en los últimos días, mientras el precio del petróleo ha aumentado durante las últimas semanas, debido en parte a factores climáticos.
- Internamente, las tasas de interés tuvieron ajustes importantes luego del recorte de tasas, de la publicación del *IPoM* y de los registros mensuales recientes del IPC e Imacec. Pero en las últimas semanas las expectativas para la tasa de política monetaria pasaron desde recortes adicionales a una mantención prolongada. Con vaivenes importantes durante el mes, la curva nominal se redujo para todos los plazos, aunque la reducción fue más marcada en su parte corta. En los últimos días, la curva indexada tiene una estructura similar a la de hace un mes. El crédito y el dinero se siguen expandiendo a tasas elevadas.
- El tipo de cambio nominal tuvo una leve depreciación desde la Reunión de Política Monetaria anterior, en términos tanto bilaterales como multilaterales. El tipo de cambio real (base 1986 = 100) se ubica cerca de 95.
- El escenario de actividad se mantiene dentro de lo esperado y se corrige levemente a la baja el crecimiento de la demanda interna en 07Q1 dado menores importaciones.
- La variación del IPC total estuvo en línea con lo proyectado, aunque con una composición distinta. Las medidas de inflación subyacente aumentaron, en particular el IPCX1 que sorprendió al alza en 0,24 punto porcentual respecto de lo esperado. Las noticias de IPCX1 se concentraron en algunos ítems específicos, que se supone por ahora tienen un efecto permanente sobre el nivel del IPCX1, pero no así sobre su velocidad de expansión.
- El mercado laboral nacional continúa estrecho según la encuesta del INE, información corroborada por datos de la Universidad de Chile para el Gran Santiago. Los costos de la mano de obra total a diciembre muestran velocidades contenidas y estables, aunque el IREM crece algo más rápido, con una aceleración en diciembre. Los CLU se ven afectados a la baja por la velocidad del PIB en el cuarto trimestre de 2006.
- Los indicadores de expectativas de inflación de corto plazo tuvieron un ajuste a la baja durante el mes. Dependiendo del indicador, las de mediano (hasta 2 años) y largo plazo se ubican en 3% o levemente bajo esa cifra.

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

Señala el Gerente de División Estudios señor Valdés, que el principal argumento para disminuir la tasa de política monetaria hoy es el escenario central de proyecciones considerado en el último Informe. Ese escenario incluye como elemento central una inflación reducida y una brecha positiva de actividad en los próximos trimestres. Indica que en particular, la inflación se ubica en torno a 2% por varios meses a partir del segundo trimestre de 2007. Una menor tasa de política monetaria 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. Por lo tanto, se puede justificar disminuir la tasa de política monetaria hoy como el paso natural luego del recorte de la reunión anterior.

Señala el Gerente de División Estudios, señor Valdés que además, un cambio de trayectoria en la secuencia de la tasa de política monetaria que incluye solamente un recorte de 25 puntos base puede parecer, al menos ex ante, un movimiento excesivamente acotado. De hecho, y a pesar de que la comunicación del Banco no entregó un sesgo particular respecto de movimientos futuros de la tasa de política monetaria, las expectativas implícitas en los precios financieros y las encuestas a mesas los días previos a la divulgación del IPC e Imacec daban una probabilidad a un recorte adicional, aunque se diluyó después.

Por otro lado, se puede justificar mantener la tasa de política monetaria en esta reunión porque las novedades acumuladas desde la última reunión mayoritariamente apuntan a riesgos al alza para la inflación y validan algunos de los argumentos que se consideraron en la última reunión a favor de postergar una rebaja de la tasa de política monetaria, aún si se estima que el escenario central no se debe modificar.

Menciona el señor Valdés que en efecto, en el último mes la inflación subyacente se ubicó por encima de lo proyectado y las medidas de tendencia inflacionaria mostraron un nuevo incremento. Si bien son lecturas de un sólo mes, ambos elementos apuntan que podrían haber presiones mayores que las consideradas en el escenario base. Agrega el señor Valdés que a esto se suman los antecedentes del mercado laboral, que muestran en las cifras del INE una tasa de desempleo que sigue baja, en las cifras de la Universidad de Chile una caída fuerte del desempleo en el Gran Santiago durante el último año, y en las cifras de crecimiento de salarios, algunos signos de aumento en el margen, en especial en el indicador de remuneraciones (más que el de costo de la mano de obra).

Agrega el señor Valdés que por su parte —aunque tal vez con menor intensidad que el mes pasado, por ya no constituir una reversión del signo de los cambios en la tasa de política monetaria—, continúa siendo válido el argumento de esperar para recabar más información que permita evaluar la validez del escenario base. En particular, pese a que han disminuido algo, las expectativas de inflación de los analistas para fines de este año siguen por encima de las del escenario central. Asimismo, la mayor expectativa de inflación del sector privado, respecto de la proyectada en el escenario central, hace que no sea necesario un recorte de la tasa de política monetaria orientada a mantener el impulso monetario real. De hecho, la curva de rendimiento indexada se ha mantenido —e incluso disminuido— en lo más reciente.

Señala el Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, que por último cabe señalar que, conocidas las cifras de enero, las expectativas de mantención para esta reunión son prácticamente unánimes. Considerando la volatilidad que mostraron las tasas de interés luego de la decisión anterior y lo complejo que ha resultado que los analistas asimilen la racionalidad del último recorte, se puede argumentar a favor de preparar más al mercado antes



BANCO CENTRAL DE CHILE

de un eventual nuevo cambio. Finalmente, agrega que con todo y dadas las implicancias de las noticias del mes, parecería más adecuado mantener el sesgo neutral.

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

Señala el Gerente de Investigación Económica, señor Klaus Schmidt-Hebbel que desde la Reunión de Política Monetaria del 11 de enero, se han producido muchas novedades de magnitud moderada. Agrega que ninguna de estas novedades, tomadas aisladamente, implica un escenario de desviación del escenario base de proyecciones del *IPoM* de enero. Sin embargo la gran mayoría de estas innovaciones – recogidas muy bien en la Minuta de Antecedentes y en la discusión de esta mañana – apunta hacia una sola dirección. Menciona el Gerente de Investigación Económica que esta dirección otorga una mayor probabilidad, en comparación con la que se presenta en el *IPoM*, a un escenario alternativo más expansivo que el escenario base, que estaría reflejado en una brecha de desempleo y de producto más elevada (vale decir, una brecha menos negativa o más positiva) y a mayores presiones inflacionarias de corto y mediano plazo, relevantes para la decisión de política monetaria de hoy.

Finalmente, hace presente el Gerente de Investigación Económica que esta mayor probabilidad de un escenario más inflacionario, considerando además que el nivel actual de la tasa de política monetaria es 25 puntos base más bajo que en enero, justifica aún más intensamente que en enero, elegir la opción de mantener de tasa.

El Gerente de División Política Financiera, señala que en el escenario base del reciente *IPoM* se contemplaba una ampliación del impulso monetario mayor que la de 25 puntos base determinada en enero. Agrega, que sin embargo a diferencia de otras ocasiones, la evaluación fue que no parecía urgente realizar este ajuste de una vez, lo que se aprecia en la ausencia de opciones de reducción más agresivas para la Reunión de Política Monetaria de enero.

Hace presente el señor García que la información acumulada desde la última reunión lleva a considerar que en su opinión realizar una reducción adicional, en la línea con el escenario base del *IPoM*, no parece ser urgente en esta ocasión. Ello, principalmente debido a que diversas variables han mostrado algunos quiebres, tales como la inflación IPCX1, el desempleo, las expectativas de inflación y la evaluación de la economía norteamericana. Indica el Gerente de División Política Financiera que el conjunto de estos antecedentes a su entender no apuntan en una dirección evidente para modificar el escenario base, van marginalmente en la dirección de escenarios de mayor inflación. El Gerente de División Política Financiera, señor Pablo García indica que le parece conveniente esperar para acumular más información antes de validar el escenario de tasas implícito en las proyecciones previas.

Asimismo, agrega que esto, de todos modos, es coherente con el mensaje del *IPoM*, mencionó que movimientos adicionales dependerían de la información acumulada, sin dar un sesgo evidente a la dirección de futuros movimientos de tasas. Esta comunicación, distinta a la trayectoria de tasas implícita en las proyecciones, probablemente revela que el balance entre el escenario central y los de riesgos, estuvo en el último informe y decisiones de política sesgado hacia estos últimos, lo que parece seguir siendo el caso ahora.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El señor García, señala que en virtud de lo anterior también apoya la mantención de la tasa de política monetaria como la alternativa más adecuada.

El Gerente de División Operaciones Financiera, señor Esteban Jadresic señala que está básicamente de acuerdo con el análisis del Gerente de División Estudios, que aunque éste plantea dos opciones, apunta más a la mantención que a la reducción de la tasa de política monetaria. Agrega el señor Jadresic que ello fundamentalmente se debe al aumento que se ha observado en la inflación subyacente en lo más reciente.

El señor Gerente de División Operaciones Financieras sugiere tener cautela y esperar a ver que ocurre con ella en los próximos meses. Sin embargo hace presente que hay un aspecto en que la evidencia disponible hasta ahora no es tan clara como lo que se sugiere en la minuta de opciones y cree que también será de particular importancia observar atentamente los próximos meses. Agrega el señor Jadresic que esto corresponde al diagnóstico relativamente seguro que se hace, lo que demuestra que el mercado laboral está estrecho.

Menciona el señor Jadresic que hay, sin duda, algunos elementos que apoyan esa visión de estrechez, en particular la tasa de desempleo desestacionalizada del INE de 7% que es históricamente baja, comparable a lo que se vio en buena parte de los años 90. Asimismo, agrega el señor Jadresic que aunque por razones distintas, tanto la tasa de desempleo medida por el INE como por la Universidad de Chile muestran reducciones significativas. Sin embargo, también es importante tener presente que el nivel de la tasa de desempleo de la Universidad de Chile para el Gran Santiago se mantiene a niveles de 9,1%, bastante más altos que los niveles de 6% a 7% que se vieron en la mayor parte de los años 90. Agrega el señor Jadresic, que esto es relevante por cuanto en el caso de la tasa de desempleo medida por el INE, por mucho que los cálculos del empalme estén bien hechos, hay dudas sobre la comparación de sus cifras pre y post cambio de muestra.

Asimismo, el Gerente de División Operaciones Financieras comenta que más allá de las incertidumbres respecto del nivel de holguras del mercado laboral en términos de cantidades ofrecidas y demandas de trabajo, claramente la situación de ese mercado no se ha reflejado hasta ahora en presiones salariales. El costo de la mano de obra y las remuneraciones a diciembre seguían creciendo por debajo de su nivel esperable en el largo plazo en torno a 6%, tanto en doce meses como en términos de velocidades de expansión, la que no ha experimentado mayores cambios.

Finalmente el Gerente de División Operaciones Financieras, señor Esteban Jadresic recomienda mantener la tasa de política monetaria en esta oportunidad y propone estar atentos en los próximos meses a la inflación subyacente y los indicadores del mercado del trabajo, para ver en qué dirección se van resolviendo las aparentes contradicciones que se han estado observando ahora en dicho mercado. Por último, menciona que ello junto con los antecedentes de actividad, serán claves para orientar las decisiones que se tomen respecto de si materializar o no las reducciones adicionales supuestas en el ejercicio de proyección efectuado para el último *IPoM*.

El señor Ministro de Hacienda, señor Andrés Velasco hace presente que las observaciones son mínimas, básicamente se refiere a las diferencias en el escenario actual con los datos más recientes, relativos al escenario central considerados en el último *IPoM* de enero. Agrega el señor Ministro que, mirando la inflación en los horizontes relevantes las sorpresas son muy pequeñas. Asimismo señala que en cuanto a la actividad, en lo grueso, se puede

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

mencionar lo mismo, hace presente que hay pequeñas desviaciones respecto a ese escenario y éstas apuntan en direcciones distintas. El señor Ministro indica que la inflación es marginalmente más alta de lo presupuestado pero queda aún mucho por verse antes de tener certidumbre de si este es un fenómeno persistente o puramente transitorio. Indica el señor Ministro que por el lado de la actividad, hay ciertas variaciones relativamente pequeñas algunas de las cuales ya estaban en el *IPoM*, otras no respecto al curso de la demanda agregada y en especial a la inversión, hace presente que a él por lo menos le llaman a tener cautela. Por lo tanto el escenario básico es muy parecido al anterior, explica que esto se debe a que en realidad no se explicitó muy tajantemente que las brechas eran aún grandes o por lo menos que habían aún brechas que eliminar, que esas brechas habían sido más persistentes y que se habían cerrado más lentamente de lo que se había anticipado en el curso del año 2006, por lo tanto a juicio del señor Ministro esto requiere ajustes adicionales en la tasa de política monetaria de hasta 75 puntos base. El señor Ministro de Hacienda hace presente que ese era el escenario con el cual se trabajaba hace un mes y que en lo grueso ese escenario no ha variado, hay indicaciones en ambas direcciones pero es balance es muy similar.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco indica que a su juicio, dado este escenario y dada la implicancia política, la consulta es cómo proceder, cree que hay argumentos para esperar que se acumule más información antes de actuar nuevamente y eso apuntaría a favor de mantener la tasa de política monetaria hoy. Asimismo, agrega que dado el escenario subyacente de recortes adicionales, la pregunta central es cómo se comunica al mercado la probabilidad de que ello ocurra. El señor Velasco menciona que aquí él llamaría a la atención sobre un fenómeno que le parece moderadamente preocupante, se refiere al vuelco demasiado súbito, para su gusto, de las expectativas que el mercado tiene respecto a lo que el Banco Central de Chile va hacer en las últimas dos semanas, de un escenario en el cuál el mercado mayoritariamente ha esperado un recorte a un escenario en que unánimemente el mercado no lo ha esperado y ha existido unanimidad respecto a la mantención, todo sobre la base de un dato puntual de IPC. Cree que esto habla de una volatilidad extrema de las expectativas de mercado y también habla de la importancia de la labor de comunicación del Banco Central de Chile en cuanto a posibles acciones en el futuro.

Finalmente, el Ministro de Hacienda, don Andrés Velasco resume sus recomendaciones señalando que él cree que hay bastantes documentos como para no tomar una acción inmediata respecto a la tasa de política monetaria, pero si le parece importante encontrar el lenguaje apropiado para el comunicado en el sentido de que éste guíe al mercado respecto a la probabilidad de que ocurra en el futuro, se refiere a un futuro más cercano que lejano.

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 de Política Monetaria.

Señala el señor Consejero que el escenario externo para nuestra economía se mantiene favorable e incluso se fortalece en el margen. Se refuerza la perspectiva de una desaceleración gradual y suave en los Estados Unidos de América. En otras regiones del mundo se reafirma un panorama bastante positivo. Con ello, las proyecciones de crecimiento para este año se modifican solo marginalmente. Por su parte, la preocupación por la inflación se ve atenuada.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Manifiesta el señor Consejero que los mercados financieros han mostrado bastante estabilidad. Las condiciones para las economías emergentes se mantienen favorables. En Estados Unidos de América, las expectativas de recortes en la tasa de política monetaria se han ajustado y en estos momentos se espera una reducción más bien hacia fines de año. En Europa, se anticipan nuevos ajustes al alza en el curso del año.

Manifiesta el Consejero señor Enrique Marshall que el precio del cobre se ha mostrado volátil marcando un leve descenso en las últimas jornadas. El precio del petróleo, en cambio, ha subido en las últimas semanas revirtiendo en parte la caída previa. En todo caso, se mantiene un grado importante de incertidumbre sobre su trayectoria futura.

Sin embargo, señala el señor Consejero, que en el frente interno, los agregados monetarios y crediticios siguen mostrando tasas de expansión altas. Las tasas de interés de los títulos de BC reaccionaron con bajas bastante generalizadas después de la última Reunión de Política Monetaria, pero parte de ese movimiento se deshizo en las semanas siguientes. En la actualidad, las tasas para instrumentos nominales de mediano y largo plazo se ubican por debajo de los niveles observados hace un mes, en tanto las tasas para instrumentos en UF se sitúan en niveles similares. Las tasas cobradas por los créditos bancarios no han experimentado cambios significativos. El peso se ha depreciado levemente.

Agrega el Consejero señor Marshall, que las noticias en materia de demanda no muestran cambios apreciables respecto de lo previsto con anterioridad. Se confirma una expansión bastante vigorosa en el cuarto trimestre de 2006 y se corrige marginalmente la proyección para el primer trimestre de este año.

Agrega el señor Consejero, que en materia de actividad, las estimaciones y proyecciones tampoco sufren modificaciones importantes. Las cifras sobre el mercado laboral siguen mostrando un crecimiento importante del empleo total y una tasa de desocupación que se aproxima a niveles que debemos considerar como relativamente bajos. La reafirmación de estas tendencias, que se desprenden de todas las fuentes de información disponibles, sugiere que las holguras se podrían cerrar más rápidamente que lo previsto con anterioridad. Agrega el señor Consejero que no obstante ello, los costos laborales crecen en forma acotada.

En materia de inflación, el Consejero el señor Marshall señala que las cifras de enero estuvieron por sobre lo esperado, especialmente en lo referido a inflación subyacente. Por su parte, todos los indicadores de tendencia inflacionaria mostraron un incremento.

Manifiesta el señor Consejero que después de la última Reunión de Política Monetaria, las expectativas de inflación del mercado se ajustaron rápidamente. En todo caso, las expectativas para los plazos más largos han permanecido en todo este período bien ancladas en torno del 3%. En suma, los nuevos antecedentes confirman en líneas generales el escenario central de nuestro último *IPoM*, pero confirman al mismo tiempo que los riesgos son relativamente altos y que podrían haber aumentado, especialmente a la luz de las cifras de inflación subyacente y del mercado laboral que hemos conocido recientemente.

Por tanto, manifiesta el Consejero señor Marshall que en este contexto, la única opción razonable, en su opinión es mantener la tasa en su actual nivel. Manifiesta señor Marshall que descarta la opción de un alza, tampoco considera la opción de un nuevo recorte porque presenta en estos momentos riesgos que le parecen altos. Dado el actual nivel de la tasa de interés, requeriría contar con mayor certidumbre sobre la trayectoria efectiva de la inflación que la disponible en estos momentos.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Finalmente, señala que mientras tanto y, probablemente, por más de una reunión, lo prudente es esperar la acumulación de nuevos antecedentes que permitan contar con un diagnóstico más certero. En todo caso, en su opinión, la orientación de la política monetaria debería continuar con el sello neutral que traía. Por todo ello, su voto es por mantener la tasa de política monetaria en 5,0 %.

El Consejero señor Manuel Marfán agradece el análisis del staff. Señala que la información acumulada desde la última Reunión de Política Monetaria tiende a confirmar que en el escenario central lo más relevante de destacar es el ajuste del mercado interno que, como se esperaba fue sorprendido con la decisión de este Banco Central de reducir la tasa de política monetaria. Agrega, que con oscilaciones los precios de activos han validado una expectativa más reducida durante el horizonte de proyección habitual respecto del que existía antes del último *IPoM*. Manifiesta el Consejero señor Marfán que en un plano de menor importancia, la inflación de enero estuvo acorde con lo proyectado, pero con un cambio de composición. En efecto la inflación subyacente según el IPCX1 fue marginalmente superior a la prevista, explicada por factores que no se revertirán pero que tampoco anticipan una aceleración de la misma hacia delante. Indica el señor Consejero, que la inflación total en tanto no sorprendió al Banco Central ya que el efecto anterior fue compensado por una reducción en el precio de las carnes que tampoco se revertirá. Con todo, señala que lo anterior, tiende más a confirmar que ha debilitar la validez del escenario central.

Indica el señor Consejero que desde la perspectiva de los riesgos, la neutralidad supuesta en torno al precio internacional del petróleo podría desviarse marginalmente hacia un riesgo al alza. Agrega el Consejero señor Marfán que respecto del ajuste del mercado a la decisión del Banco Central, lo que si extraña es la neutralidad esperada para el próximo movimiento de tasas.

El Consejero señor Marfán señala que la reducción de 25 puntos base del mes pasado no da cuenta de todo el cambio necesario en el impulso monetario, consistente con lo señalado en el *IPoM*. Agrega que con todo, el grueso de la tarea se ha cumplido con el cambio de expectativas de inflación, pero teme que si el mercado anticipa una tendencia plana hacia futuro en la tasa de política monetaria, como se lleva implícito en las encuestas de expectativas, quienes piensan que va a ser un alza o quienes piensan que va a ser una baja, están equiparados, entonces un próximo movimiento a la baja podría ser nuevamente una sorpresa para el mercado, y eso a su juicio, tiene más costos que beneficios. Todo lo anterior apunta en la dirección señalada en la Minuta de Opciones en cuanto a que las alternativas a analizar en esta ocasión son las de mantener o la de reducir la tasa de política monetaria.

El Consejero señor Marfán manifiesta que en esta ocasión, se inclina por mantener la tasa de política monetaria, argumentando lo expresado en otras ocasiones, que se refiere al costo de equivocarse. Señala que éste es un costo bastante alto porque puede tener implicancias macroeconómicas que pueden ser más costosas posteriormente de revertir.

Por estas razones, el Consejero señor Manuel Marfán manifiesta que el comunicado debe corregir el sesgo del mercado, en cuanto a que no espera movimientos o una probabilidad mayor al alza o a la baja en este próximo movimiento de tasas y eso es un aspecto que puede llevar también a pagar costos. Considerando lo indicado, su voto es por mantener la tasa de política monetaria en el nivel actual.

40



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

Señala el Consejero señor Jorge Desormeaux que respecto de la Reunión de Política Monetaria anterior, el principal cambio ha sido una acumulación de antecedentes que apuntan en dirección de un mayor riesgo de que la inflación esté por encima de lo proyectado en nuestro escenario central. Agrega el señor Consejero que ello se origina en desarrollos tanto en el plano externo como interno. Así, en el plano externo ha aumentado la probabilidad de un aterrizaje suave en la economía de los Estados Unidos de América, mientras la Zona Euro y el Asia emergente muestran un dinamismo superior al esperado y a ello se suma además un aumento en el precio del petróleo originado por el fin de condiciones climáticas favorables en el hemisferio norte.

Sin embargo, señala el Consejero señor Desormeaux que en la actividad interna se observó una aceleración importante en el cuarto trimestre, tal como se esperaba. Agrega, que este comportamiento debiera extenderse al primer trimestre de 2007, pese a una mayor debilidad en las importaciones de bienes de capital, en tanto, el consumo sigue mostrando fortaleza y el sector inmobiliario muestra señales de recuperación.

Manifiesta el Consejero señor Desormeaux, que nuestros antecedentes sugieren que el probable menor dinamismo de la demanda interna durante el primer semestre sería compensado por mayores exportaciones netas, a raíz de menores niveles de importaciones.

En su opinión, señala el señor Consejero que hasta aquí, con pequeños matices, este cuadro se enmarca dentro de nuestro escenario central de proyecciones, sin embargo, varios desarrollos paralelos apuntan a un escenario en que la inflación futura podría encontrarse por encima de lo previsto en el escenario central.

Indica el señor Consejero, que la principal evidencia en esta dirección proviene, como se ha dicho anteriormente, de los antecedentes que trajo consigo la inflación de enero. Agrega el señor Consejero que si bien la inflación total estuvo dentro de lo previsto, las medidas de inflación subyacente fueron más altas de lo esperado. Algo similar ocurrió con las medias podadas y el IPCX2. Si bien es posible asociar este incremento del IPCX1 a algunos productos específicos, resulta difícil pensar que ellos tengan un efecto meramente transitorio sobre el nivel de precios. Manifiesta el Consejero señor Desormeaux que ello sugiere que el incremento anual del IPCX1 podría ser 0,3 puntos porcentuales superior a lo proyectado el mes pasado.

Finalmente, el Consejero señor Desormeaux señala que un segundo antecedente proviene del mercado laboral; los datos más recientes de la Universidad de Chile corroboran la señal que entrega la encuesta del INE, en el sentido de que el mercado laboral continúa mostrando un panorama de holguras acotadas o estrechas. Agrega el Consejero señor Desormeaux que coherente con este diagnóstico los salarios nominales muestran una aceleración en diciembre, aún cuando los costos laborales unitarios siguen creciendo a tasas acotadas.

Por último, manifiesta el Consejero señor Desormeaux que el propio mercado ha revaluado sus expectativas de tasas de interés a la luz de estos antecedentes, después de la decisión de enero el mercado proyectó un nuevo recorte de tasas de interés en el curso de este año: esta expectativa se diluyó después de conocido el IPC de enero.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sin embargo, señala el Consejero señor Desormeaux que tanto las tasas *forward* como las encuestas de expectativas económicas que elabora el Banco Central de Chile prevén la mantención de la tasa de política monetaria en 5% por todo el año 2007 y un aumento de 25 puntos base en diciembre de 2008 en el caso de esta última medición. Menciona el Consejero señor Desormeaux que no cabe duda que estos antecedentes corresponden a los desarrollos de sólo un mes y por lo tanto es muy temprano para pensar en escenarios alternativos. Agrega, que si en el mes de enero existían algunos antecedentes para pensar que la inflación podría ser superior a la prevista en nuestro escenario central, cree que a la luz de estos desarrollos la probabilidad de que ello se materialice ha aumentado.

En vista de estos antecedentes, el Consejero señor Desormeaux cree que el argumento de esperar para acumular más información que permita evaluar la validez del escenario central sigue siendo la mejor alternativa.

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%.

El Vicepresidente señor José De Gregorio, manifiesta que en el escenario base del último Informe de Política Monetaria la trayectoria de la tasa de política monetaria, coherente con la meta de inflación, es una reducción en el corto plazo superior a los 25 puntos base. Agrega el señor Vicepresidente que de otro modo, la proyección de inflación estaría significativamente debajo de tres por ciento en un horizonte de dos años.

Indica el señor Vicepresidente que esta fue la razón por la cual votó por una reducción de la tasa de política monetaria de 25 puntos base en el mes de enero, en cuyo caso, en el escenario más probable, habría reducciones de la tasa de política monetaria adicionales en los meses venideros. Agrega, que como siempre ocurre con los ejercicios de proyección, hay riesgos que es necesario ponderar y que por lo tanto pueden recomendar alterar el curso o ajustar el ritmo de la evolución de la tasa de política monetaria implícito en el escenario base, para asegurar de mejor forma el cumplimiento de la meta de inflación.

Indica el señor De Gregorio, que la novedad más relevante que se ha observado en el último mes es una sorpresa importante en el IPCX e IPCX1, razón por la cual sugiere que en esta reunión se le dé mayor prioridad a los riesgos que al escenario central. En particular, a los riesgos al alza en materia de inflación. De hecho, la mayoría de las medidas de inflación subyacente habrían sido más elevadas de lo esperado.

Hace presente el Vicepresidente señor De Gregorio que existe incertidumbre sobre la magnitud de la brecha del producto, en particular dada la evolución del desempleo y las presiones de costos que puedan estar incubándose en la actual coyuntura, las que podrían ser superiores a las contempladas en nuestro escenario base. Si bien la evolución de los costos laborales no muestra un desalineamiento respecto del escenario consistente con el logro de la meta inflacionaria, es importante destacar que el último registro del IPC refleja un mayor riesgo puntual en materia de inflación. Agrega el señor De Gregorio que por supuesto existen otros factores que podrían modificar esta evaluación, como por ejemplo las revisiones que se hagan al PIB de tendencia y la tasa de interés neutral en base a las nuevas cuentas nacionales, pero en esta oportunidad no le parecen de primer orden. Asimismo, señala que la evidencia respecto a la inversión revelaría que hay un riesgo de que sea algo más lenta que lo predicho en el *IPoM*, pero no de una magnitud importante con la evidencia acumulada hasta ahora.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Expresa el Vicepresidente señor De Gregorio que en este contexto, la evidencia en materia de inflación subyacente para el mes de enero sugiere cautela, y a su juicio recomendaría mantener la tasa de política monetaria en esta reunión.

Finalmente, el Vicepresidente señor José De Gregorio manifiesta que de no haberse producido la noticia inflacionaria, cree que estaría inclinado a apoyar una nueva reducción de la tasa de política monetaria. Manifiesta, que sin embargo en la medida que las presiones inflacionarias sorpresivas observadas este mes se disipen, se abrirá espacio para nuevos relajamientos de la política monetaria coherentes con nuestro escenario base del *IPoM*.

Señala el señor Vicepresidente, que en esta discusión se ha levantado un punto importante y es como señalar que el movimiento de enero no era en un escenario central que contemplaba una sola reducción acotada de la tasa de política monetaria. Si no es el comunicado, al menos esperaría que quedara más claramente reflejado en la Minuta, aunque la virtud de nuestra forma de hacer política monetaria es que ninguna opción es descartable en el escenario más probable, el próximo movimiento será a la baja.

Por lo anterior, el Vicepresidente señor José De Gregorio señala que en esta ocasión su voto es por mantener la tasa de política monetaria en 5% y solicita que en el comunicado o la minuta quede reflejado de manera más adecuada el escenario más probable que se consideró en el *IPoM*.

El Presidente, señor Vittorio Corbo, agradece al staff el análisis de los acontecimientos ocurridos desde la última Reunión de Política Monetaria.

Señala el señor Corbo, que quisiera centrar su intervención en identificar las novedades y sus implicancias sobre la inflación proyectada en la tasa de política monetaria. Indica el señor Corbo que, en términos generales, esta reunión no trae muchas sorpresas, por lo que el escenario central del *IPoM* de enero sigue vigente.

Manifiesta el señor Presidente, que las condiciones internacionales siguen favorables y en el último mes incluso se han fortalecido, agrega que en Estados Unidos de América se sigue acumulando evidencia, la profunda corrección en el sector vivienda no ha sido capaz de afectar el crecimiento global, gracias a la fuerza que sigue mostrando el consumo y ahora también la positiva contribución de las exportaciones netas. Indica el señor Presidente que por el lado de la oferta, destaca el dinamismo del sector servicios. Agrega que el crecimiento al cuarto trimestre sorprendió por su fuerza, además que comienzan a surgir algunos signos de que la corrección del sector vivienda estaría llegando a su fin.

El Presidente señor Corbo, señala que los mercados financieros han reaccionado a esta nueva información reduciendo el número del recorte esperado en la tasa de política monetaria, sólo uno ahora ha avanzado en año.

Manifiesta el señor Corbo que en paralelo China terminó creciendo el 2006 más que lo proyectado y lo mismo se estima ahora para la India. Las condiciones financieras internacionales se mantienen favorables con otra baja en el margen en los *spreads* de deuda. Menciona el señor Presidente, que el precio del petróleo se ajusta al alza, eso si, asociado al recrudecimiento del invierno en el importante mercado de Estados Unidos de América. En tanto el precio del cobre, sufre otra baja adicional y se tiende a ubicar ahora en torno a los 240 centavos de dólares la libra. Asimismo, que en la economía local, las cifras de actividad confirman su esperado repunte, el que se veía insipiente en la reunión pasada.

4



El Presidente, señor Corbo indica que en cuanto a los componentes, la información que más destaca es el mantenimiento a la fortaleza del consumo y la evolución de la inversión que muestra señales mixtas de mayores importaciones de bienes de capital en el cuarto trimestre de 2006, con cifras preliminares para enero de 2007, menores a los meses previos.

En inflación total, el señor Corbo señala que las cifras no se alejan del escenario central, mientras que la subyacente sí presenta indicios de más inflación en el corto plazo, aumentando el riesgo de mayor inflación futura e interesantemente que después de varios meses donde las tendencias inflacionarias mostraban comportamientos mixtos, este mes todas las medidas suben. Agrega, que esto requiere tener más información sobre la evolución de las distintas medidas de tendencia inflacionarias para validar la proyección de inflación del escenario central del último *IPoM*. Las cifras del mercado laboral, han construido un panorama de menores holguras y por lo tanto son una fuente de potenciales presiones de costo. Señala que las cifras de remuneraciones apoyan esta visión, aunque las medidas de costos laborales no han cambiado sustancialmente con respecto al mes previo.

Finalmente, manifiesta el Presidente señor Corbo que las escasas sorpresas de este mes, esto en línea con el escenario central, aunque con un aumento en el riesgo inflacionario hacen que la opción de política de mantener la tasa de política monetaria sea la más apropiada. El Comunicado debiese ser en un lenguaje neutral parecido al de enero y que cualquier discusión con respecto al curso futuro se dejará para la Minuta.

Por último, el Presidente señor Corbo señala que como siempre, se seguirá muy de cerca la evolución de la economía, especialmente para terminar su implicancia en la inflación proyectada y por lo tanto la trayectoria futura de la tasa de política monetaria. Por lo anterior, el Presidente señor Vittorio Corbo vota por mantener la tasa en 5%.

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

104-01-070208 – Tasa de Política Monetaria.

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

Se deja constancia que siendo las 16.45 horas, se retira de la Sala de Consejo el Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco Brañes y su Asesor Macroeconómico, señor Luis Felipe Céspedes Cifuentes.

Comunicado

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

El escenario externo relevante para la economía chilena continúa favorable. El crecimiento mundial sigue elevado, mientras las condiciones financieras internacionales se mantienen ventajosas. El precio del cobre ha seguido descendiendo, aunque más gradualmente que en

41



meses pasados, mientras el precio del petróleo ha tenido un repunte. Ambos movimientos son coherentes con el escenario central del último Informe de Política Monetaria.

La información disponible da cuenta que la actividad interna recobró cierto dinamismo durante el cuarto trimestre del año pasado, en línea con lo previsto en el último Informe. El empleo asalariado continúa aumentando. Las condiciones financieras internas permanecen favorables y la estructura de las tasas de interés nominales se redujo.

La inflación total evolucionó de acuerdo con lo proyectado en el último Informe de Política Monetaria. Las medidas subyacentes IPCX e IPCX1 (que excluye combustibles y perecibles, y algunos servicios regulados, respectivamente) aumentaron algo más que lo previsto, aunque no constituyen antecedentes suficientes para modificar el escenario central. Los costos laborales siguen contenidos y las expectativas de inflación de mediano y largo plazo se mantienen ancladas en torno a 3%.

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 BRANES
Ministro de Hacienda

JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR
Ministro de Fe Subrogante