



## BANCO CENTRAL DE CHILE

### ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 106 celebrada el 12 de abril de 2007

---

En Santiago de Chile, a 12 de abril 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;  
Subgerente General, 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 Macroeconómico, don Igal Magendzo Weinberger;  
Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;  
Gerente de Mercados Financieros Nacionales, don Beltrán De Ramón Acevedo;  
Gerente de Información e Investigación Estadística, don Ricardo Vicuña Poblete;  
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;  
Economista Senior, doña Erika Arraño González; y  
Secretario General, don Jorge Court Larenas.

El Presidente señor Vittorio Corbo señala que el Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco Brañes se ha excusado de asistir a la reunión de la mañana, por razones propias de su cargo y que concurrirá a la reunión de la tarde.

A continuación, el señor Presidente fija la fecha de la Sesión de Política Monetaria del mes de octubre de 2007, para el día 11 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.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

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 en cuanto a crecimiento, mejoran las perspectivas para la Zona Euro y Japón, al igual que para otras regiones. Sin embargo, se mantiene la incertidumbre respecto al desempeño de la economía de Estados Unidos de América.

Señala el señor Lehmann, que respecto a expectativas de movimiento de tasa de política monetaria, éstas se atenúan en Estados Unidos de América y se postergan en el tiempo, mientras que en el caso Europa y Japón las perspectivas de aumento en el año no se modifican. Por su parte, las tasas largas en Europa y Japón en el último mes han aumentado en torno a 20 puntos base, lo que se asocia fundamentalmente a favorables cifras de actividad, mientras que en Estados Unidos de América, el alza también contempla elementos relacionados con mayor preocupación por la inflación, lo que se explica principalmente por el fenómeno conocido como búsqueda de retorno por parte de inversionistas.

Indica el señor Lehmann que en materia de commodities, el precio del cobre ha aumentado, y se sitúa por sobre 3,50 dólares la libra. Agrega, que esta escalada del precio de ese metal está gatillada por indicación de una mayor demanda por parte de China.

Menciona el señor Gerente de Análisis Internacional, que respecto del precio del petróleo éste se eleva hacia fines del mes de marzo y luego retorna a los niveles que se observaban hace un mes atrás. Sin embargo, respecto a la gasolina existe un aumento muy significativo en torno a 20% y esto está fundamentalmente afectado por estrechez en la capacidad de refinación de Estados Unidos de América y por otro lado, por la caída de precios de activos de economías emergentes, que acompañó la turbulencia observada hace un mes, aproximadamente. Señala que dicha caída se ha revertido casi completamente, y que los capitales han retornado con fuerza a las economías emergentes.

Agrega el señor Lehmann que respecto a los indicadores de activos en Estados Unidos de América, si bien hay algunas cifras positivas que han sido indicadores de cifras por sobre lo anticipado, se atrevería a decir que predominan más bien en el margen las cifras negativas, y esto primeramente vinculado con cifras asociadas al mercado inmobiliario y después, por algunas cifras vinculadas a expectativas del sector manufacturero y no manufacturero, que han estado por debajo de lo previsto.

Por otro lado, menciona el señor Lehmann que se mantienen favorables aquellos componentes relacionados con consumo, que se ha mantenido relativamente fuerte.

Señala el señor Lehmann, que en cuanto a creación de empleo, también ha sorprendido positivamente y eso es lo que ha sostenido el consumo. Respecto a indicadores de precios, indica que en general estuvo en línea con lo esperado, con la excepción del PCE subyacente mes a mes, y esto también presentaba noticias más bien negativas.

El señor Lehmann señala que quiere recordar que hay cifras de inversión residencial que dan cuenta de resultados negativos hacia el corto y mediano plazo. Agrega, que esto también se ha observado en el caso de la inversión no residencial.

Asimismo, manifiesta el señor Lehmann que respecto de los índices de confianza de los consumidores, se ve que el consumo se ha mantenido en línea con indicadores positivos del *Conference Board de la Universidad de Michigan*.

24



## BANCO CENTRAL DE CHILE

En cuanto a la inflación en Estados Unidos América, la inflación *Core* ha estado mostrando señales más bien al alza. En el caso de Europa, predominan indicadores positivos. Agrega que se cuenta con datos positivos de sentimiento económico en Alemania, y en la zona europea, aún más favorables y tasas de desempleo vinculadas a ese sector laboral, que también se observan positivas.

Por el lado de precios, menciona el señor Lehmann que las cifras han estado en línea con lo esperado, también el IPC *Core* como ocurrió en la situación de Estados Unidos de América. Respecto a sentimiento económico, éste ha mejorado y se muestra una variación importante en el PIB.

Agrega el señor Lehmann, que la confianza empresarial se observa prácticamente en todos los países de Europa, moviéndose positivamente con trayectorias claramente alcistas.

En Japón se reafirma el consumo que muestra cifras positivas y el gasto de hogares también presenta cifras favorables y hace prever que el componente demanda interna en ese país mostraría desempeños también positivos. Por su parte, la encuesta *Tankan* que refleja confianza de consumidores se ha mostrado elevada. Todo lo anterior lleva a mejorar el crecimiento mundial y ello es fundamentalmente por buenas perspectivas, tal como ya se destacaba en la zona Euro, principalmente para el año 2007. Igualmente para el caso de Japón, mientras que en la situación de Estados Unidos de América se presenta una corrección hacia la baja y con un sesgo negativo.

Asimismo, comenta el mencionado Gerente que, respecto a exportadores de crecimiento mundial de socios comerciales, se muestra también con una revisión hacia el alza tanto para el año 2007 como para el 2008.

Respecto al precio de los *commodities*, indica el señor Lehmann que existe una nueva escalada en el precio del cobre, que se observa claramente en el último mes; la volatilidad no se ha mantenido particularmente elevada si se mira en una perspectiva más amplia, pero destaca más bien el hecho de que el precio del cobre ha estado aumentando fuertemente y, en este caso, un elemento importante para esta situación fue que China ha incrementado sus exportaciones.

Señala el señor Lehmann que, respecto del precio del petróleo se observa un aumento y que posteriormente se revierte, lo que se asocia con el aumento de riesgos geo políticos y también con situaciones de estrechez producto de demandas en el mercado. Menciona el señor Gerente que la volatilidad de ese precio se ha mantenido sin mayores cambios, lo que lleva a la revisión del precio proyectado, tanto para el año 2007 como para el año 2008, de 61 y 60 dólares, respectivamente.

Indica el Gerente de Análisis Internacional que respecto al precio de la gasolina, existe una perspectiva algo más larga a la que mostraba hace dos días. Desde el año 2000 hasta la fecha se ve que efectivamente se han tenido eventos puntuales que han superado los 20 dólares el barril, como los observados a mediados del año 2005 a propósito de los efectos de Katrina y Rita.

Destaca por otro lado el señor Sergio Lehmann, que el precio del trigo y el maíz han tendido a aumentar y lo que interesa es conocer si ello se ha reflejado en los precios de la canasta del IPC en algunos países en particular, lo que ha sucedido efectivamente. Agrega que en México, el último dato de crecimiento de inflación en 12 meses, asociados a cereales y pan





## BANCO CENTRAL DE CHILE

es del 11%, mientras que el IPC ha aumentado 4% en variación a 12 meses. Por su parte, Estados Unidos de América ha aumentado algo más de 3% versus 2,4% de la inflación IPC. En el caso de Europa, este mismo componente alcanza al 2,1% versus la variación en 12 meses del IPC de 1,8; y en Brasil no se observa variación.

Informa el señor Lehmann, que en cuanto a expectativas de Tasa de Política Monetaria existe un movimiento en el margen hacia el alza en el caso de Estados Unidos de América y ello resulta coherente con las preocupaciones asociadas a inflación y a las cifras vinculadas al mercado laboral, que han sido positivas y que han hecho postergar la visión del mercado respecto de eventuales alzas. Agrega que actualmente las expectativas son de una disminución de 25 puntos base en octubre y otra de 25 puntos base en el mes marzo del año 2008. En el caso de Europa y Japón los cambios son bastante marginales.

Por otra parte, respecto a las tasas de interés a largo plazo, menciona que éstas han tendido a aumentar en torno a 20 puntos base, tanto en Estados Unidos de América como en Europa y Japón. En cuanto a las paridades cambiarias, el dólar ha tendido a depreciarse respecto a otras monedas.

En relación a riesgos de mercado, el señor Lehmann hace presente que estos han tendido a reducirse de manera relativamente significativa, no obstante se ha mantenido a niveles más altos de los que se observaba a finales del año 2006 y comienzos del año 2007. Por otra parte, los *spreads* se han reducido, llegando en algunos casos a mínimos históricos, especialmente en el caso de Brasil y México, con una tendencia clara hacia la baja. En el caso de Chile, el bono de CODELCO también tiene una caída algo más ruidosa en relación a las tendencias muy claras en el resto de los países emergentes.

El Presidente señor Vittorio Corbo agradece la presentación del señor Lehmann y ofrece la palabra para comentarios.

En cuanto al precio del cobre, el Consejero señor Jorge Desormeaux consulta si existiría algún interés por parte de China de manipularlo o sólo se trata de un tema de inventarios.

El Gerente de Análisis Internacional señor Lehmann, responde al señor Consejero que es difícil tener seguridad respecto a lo anterior, pero sí existe evidencia que ha ido acumulando inventarios importantes durante el año 2005, y que durante el año 2006 hizo uso de éstos ante precios altos. Le parece al señor Lehmann que tal vez China esperaba que el precio del cobre caería hacia delante y se dieron cuenta que era necesario reconstituir inventarios, ya que mantienen reservas estratégicas relativamente importantes. Menciona también que se han destacado aumentos en el caso de los precios del molibdeno, la celulosa y la harina de pescado.

El Consejero señor Jorge Desormeaux, en relación al precio de la gasolina, consulta si existe alguna opinión respecto de la duración del fenómeno del aumento de su precio.

El Gerente señor Lehmann responde al señor Consejero que este fenómeno no duraría más de un par de trimestres. Agrega, que los últimos datos con que se cuenta señalan



BANCO CENTRAL DE CHILE

que no se han reflejado en el precio los efectos del huracán Katrina, ya que aparentemente existiría alguna solución a los problemas que han presentado las refinerías, que han llevado a revertir en el margen el precio de las gasolinas en relación al petróleo, pero aún sigue en niveles bastante altos.

El Consejero señor Manuel Marfán consulta si sería posible, para más adelante, contar con un cuadro desestacionalizado respecto de los precios de las gasolinas, porque existe una desestacionalidad que no se refleja claramente en los gráficos.

El señor Lehmann señala que estadísticamente no se ha encontrado un efecto estacional relevante. En efecto, si se observa desde el año 2000 hasta el año 2005 no se apreciaba algo relativamente importante en términos de estacionalidad, si bien es cierto que eso se ha producido en algún grado alrededor de los inicios del año 2005 y 2006, hacia atrás no se aprecia algo importante.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que entiende que el precio de la gasolina sí tiene estacionalidad y que aumenta durante el verano en el hemisferio norte, y que el *crack spread* se mide como la diferencia del precio de la gasolina y precio del petróleo crudo. Como el precio del petróleo crudo no tiene estacionalidad, entonces el *crack spread* necesariamente tiene que tenerla, lo que cree que resulta más difícil de obtener en valores diarios.

El Presidente señor Vittorio Corbo señala que en todo caso se analizará esta materia con más detalle.

Con respecto al comentario del Gerente señor Sergio Lehmann sobre el impacto del precio del trigo y del maíz en Brasil en los precios de la canasta del IPC, el Vicepresidente señor José De Gregorio estima que es explicable que en ese país esto no suceda, toda vez que allí se subsidia el precio de esos productos.

El Gerente señor Lehmann señala que todavía no se tiene información para entender mejor lo que está sucediendo en Brasil.

El Vicepresidente señor José De Gregorio comenta que sería conveniente que aunque la información se trate de la parte internacional, se pudiera agregar un cuadro con la información de Chile. El Gerente señor Lehmann señala que ya se encuentra contemplado. Sin embargo, por razones de tiempo no se pudo realizar en esta oportunidad.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que quisiera saber si los precios que se consideran son internos o del mercado de exportación, ya que en los países que son grandes productores hay diferencias relevantes en un caso o en el otro.

El Gerente señor Sergio Lehmann señala que son precios internos y que se toma una clasificación equivalente de los distintos componentes de la lectura IPC.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Consejero señor Manuel Marfán manifiesta que respecto de los premios por riesgo de economías emergentes, se podría construir un cuadro con países equivalentes a Chile, porque da la sensación que la volatilidad es mayor mientras más alto es el premio por riesgo.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann señala que lo que se ha efectuado en otras ocasiones es presentar el *spread* de Chile con bonos A en Estados Unidos de América y en general el movimiento es bastante similar. Lo que se observa es que resulta coherente con este concepto que los inversionistas se han movido hacia aquellos bonos que ofrecen un retorno más alto y por eso, probablemente, se ve una caída más fuerte en el caso de esas otras economías.

En relación al tema de los premios por riesgo, el Consejero señor Enrique Marshall señala que es importante que se expliquen los movimientos del *spread* soberano del bono chileno hacia el final de período, ya que al parecer es superior al de otros países que se muestran en el gráfico que se ha presentado. El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann señala que lo que sucede con el mencionado bono es que éste es poco líquido.

El Gerente de Mercados Financieros Nacionales señor Beltrán De Ramón sobre el mismo punto, señala que lo que puede estar influenciando la lectura que se hace sobre este bono son las escalas diferentes que tienen los ejes del gráfico.

El Presidente señor Vittorio Corbo menciona que lo que le parece más sorprendente es que los *spreads* de las economías emergentes se normalizaron rápidamente, después de las turbulencias de fines del mes de febrero.

El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés indica que es importante destacar que no le parece tan obvio que el crecimiento de la economía mundial tenga una posición de menos riesgos que hace seis meses, ya que siguen igualmente presentes en Estados Unidos de América, y cree que bastaría un par de datos negativos del mercado laboral para que se tenga un cuadro de reajustes más fuertes.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que quiere efectuar un comentario en el sentido que si se empieza a disminuir la burbuja inmobiliaria en Estados Unidos de América, que cree que se producirá, la pregunta es si ello será abrupto o no, o si provocará o no recesión. Comenta que su sensación es que la probabilidad de una recesión en Estados Unidos de América es más baja que hace dos o tres meses atrás y la sensación de riesgo existente era mayor antes que ahora. Agrega, que aún existen otras variables en el mundo que no se han ajustado y eso lo encuentra más preocupante, y de hecho cree que centrarse en una discusión de corto plazo puede hacer olvidar que existen desequilibrios globales que aún no se han corregido.

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





## BANCO CENTRAL DE CHILE

El Gerente señor Magendzo indica que las noticias del último mes dan cuenta que, en su conjunto para el primer trimestre, tanto la actividad como la inflación se ubican en línea con lo esperado en el escenario central del *IPoM* del mes de enero. No obstante, la inflación IPCX1, que revirtió sorpresas de meses previos, es marginalmente mayor que lo esperado en ese entonces. El escenario internacional también es algo distinto del considerado en enero, con una proyección de crecimiento mundial mayor, especialmente de los socios comerciales, y precios del cobre y el petróleo por sobre lo anticipado.

Comenta el Gerente señor Magendzo que la información disponible sigue dando cuenta de un aumento del dinamismo de la actividad interna, y la inflación anual del IPC se ubica algo por debajo de 3%. Los mayores cambios en el mes se dieron en el plano externo, con un precio del cobre que volvió a aumentar con fuerza y se ubica considerablemente por sobre lo contemplado en el escenario base del último Informe. Los precios del petróleo y sus derivados, especialmente la gasolina, han subido y se ubican por sobre lo proyectado. Si bien el efecto sobre la economía local de estos cambios es amortiguado por la operación de la regla fiscal y los fondos de estabilización de los combustibles, el escenario de corto plazo para la inflación IPC es algo mayor que el mes anterior, y el del *IPoM*, debido al mayor precio del petróleo y sus derivados y al incremento en el precio de algunos alimentos. Indica el señor Gerente de Análisis Macroeconómico que medidas alternativas de la tendencia inflacionaria no muestran cambios relevantes. Por su parte, menciona que los costos laborales siguen contenidos y las expectativas de inflación se ubican en torno a 3%. Las expectativas para la tasa de política monetaria indican que ésta se mantendría en su nivel actual durante este año y gran parte del próximo. El conjunto de antecedentes anteriores sugiere que la inflación anual disminuirá durante los próximos meses, con menos intensidad que lo proyectado en el último Informe.

En cuanto al escenario externo, señala el señor Magendzo que las proyecciones de crecimiento mundial para los principales socios comerciales se corrigen al alza en 0,1 puntos porcentuales para el año 2007 y el año 2008, impulsadas principalmente por mejores perspectivas para la Zona Euro y Japón. Comenta el señor Magendzo que esto, a pesar que se mantiene la incertidumbre respecto de cómo la desaceleración de Estados Unidos de América afectará al resto del mundo. En materia de expectativas de tasas de política para este año, la fortaleza del empleo redujo a uno los recortes esperados en Estados Unidos de América, mientras no se presentan cambios respecto del mes previo en la Zona Euro y Japón, esperándose para ambos un incremento de 25 puntos base hacia mediados de año. Agrega que las tasas de interés de largo plazo aumentan, tanto por una mayor preocupación por inflación como por la renovada preferencia de inversionistas por instrumentos de mayor riesgo. Indica el señor Gerente de Análisis Macroeconómico que en Europa y Japón, el aumento de estas tasas se debe principalmente a buenas cifras de actividad. Asimismo, el precio del cobre ha aumentado de manera significativa, ubicándose en lo más reciente sobre US\$ 3,5 la libra. Hace presente el señor Magendzo que según analistas de mercado, esto se debe, principalmente, a indicaciones de una mayor demanda de China. El precio del petróleo se elevó hasta cifras cercanas a US\$ 65 el barril en la semana previa al cierre de la minuta entrega para esta reunión, reflejo de un incremento en la prima por riesgo. En lo más reciente descendió hasta niveles más cercanos a US\$ 62. El precio de la gasolina continúa aumentando afectado por problemas en la refinación, lo que llevó a que su valor subiera más de 15% en el último mes, 50% de aumento respecto del precio spot al cierre estadístico del *IPoM* del mes de enero. Menciona que en los mercados emergentes, la caída de precio de los activos que acompañó las turbulencias financieras de fines de febrero se ha revertido casi completamente. Así, las bolsas, premios soberanos y paridades retornan gradualmente a los niveles previos al inicio del mencionado episodio, e incluso, algunos premios soberanos se ubican en niveles históricamente bajos.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Señala el señor Magendzo que en el mercado financiero local, sobresale en el mes de marzo, el mayor dinamismo del crecimiento anual del dinero, fenómeno que ya se había observado el mes pasado. En cambio, indica que el crecimiento anual de las colocaciones totales, que también se había reaccelerado en febrero, se atenuó en el mencionado mes de marzo, al igual que su velocidad de expansión anual. Por otra parte, destaca que el crecimiento anual de las colocaciones de consumo continuó atenuándose.

Manifiesta el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Magendzo, que las tasas de interés nominales de los documentos del Banco Central de Chile tuvieron cambios menores respecto del cierre de la reunión del mes de marzo, aumentando hasta 10 puntos base dependiendo del plazo. Por otro lado, las tasas de los documentos reajustables tampoco tuvieron cambios importantes a plazos largos, pero a plazos menores de cinco años, cayeron hasta 40 puntos base. Con esto, la compensación inflacionaria de corto y mediano plazo aumentó respecto del mes anterior, posiblemente influida por el aumento del precio del petróleo. Destaca el señor Magendzo el cambio en la compensación 1 en 1, que aumentó hasta 2,9%; 0,4 puntos porcentuales superior a la del mes anterior. Hace presente que la Encuesta de Expectativas a Mesas de Dinero a un año aumentó a 2,7%; 2,6% al cierre de la reunión anterior, mientras que a dos años se mantuvo en 2,8%. Hace presente el señor Gerente que respecto de las tasas de interés de mercado, las tasas de las colocaciones comerciales bajaron 30 puntos base, alcanzando el menor nivel desde junio del año 2005, mientras que las de las letras hipotecarias disminuyeron en el margen y las de las colocaciones de consumo siguieron mostrando una leve alza, si se considera su estacionalidad habitual. El valor de la bolsa local recuperó buena parte de la pérdida previa, sin fluctuaciones de consideración en el mes. Por último, la paridad nominal peso/dólar no tuvo cambios relevantes en el curso del mes. El tipo de cambio real se estima llegó a 95,0 en marzo.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Magendzo señala que las expectativas para la tasa de política monetaria derivadas de la curva *forward* aumentaron con respecto al mes anterior, deduciéndose una menor probabilidad de un nuevo recorte de la tasa de política monetaria en lo que resta del año 2007 y gran parte del 2008. Las tasas de interés *swap* también indican que dicha tasa se mantendría en su nivel actual por un lapso prolongado. Las noticias de precios de marzo y la publicación de la minuta de la reunión del mes pasado, contribuyeron a que el mercado asignara alguna probabilidad a la opción de un nuevo recorte de la tasa de política monetaria, la que, no obstante, es reducida. La Encuesta de Expectativas Económicas del mes de abril también señala que la tasa de política monetaria se mantendrá por todo el 2007, esperándose un incremento de 25 puntos base a diciembre del 2008.

Comenta el señor Gerente de Análisis Macroeconómico, que los datos del mes de febrero mostraron que el consumo sigue creciendo a tasas elevadas, similares a las registradas a lo largo del año 2006. El consumo durable, tras un débil registro en enero, tuvo un crecimiento significativamente superior en el segundo mes del año. Agrega que, no obstante, en términos trimestrales su tasa de crecimiento anual sigue una trayectoria descendente respecto de los registros de 2006, coherente además con la evolución del crecimiento anual de las colocaciones de consumo. Indica también que las expectativas de los consumidores tuvieron una caída importante durante marzo, ubicándose en la zona pesimista. Destaca, sin embargo, el señor Gerente de Análisis Macroeconómico que la caída no se asocia a una situación de orden personal. Por el lado de la inversión, en marzo las importaciones de bienes de capital habrían crecido más de 17%, US\$ 612 millones en el mes, valor superior al de enero y febrero, y que está por encima del crecimiento registrado en el segundo, tercer y cuarto trimestre de 2006. Destaca también los anuncios que se han hecho respecto de la colocación de bonos corporativos para lo que resta del 2007, los que, de concretarse, serían similares a los máximos observados en el 2001. Comenta el señor Magendzo que respecto de la Formación





## BANCO CENTRAL DE CHILE

Bruta de Capital Fijo en edificación y obras, los datos de ventas de vivienda del primer bimestre de 2007 muestran tasas de crecimiento anual menores que a fines del 2006, con un número de meses necesarios para agotar el stock, que aumenta marginalmente, siguiendo en niveles elevados.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Magendzo indica que los datos de actividad del último mes, acercan la evolución del primer trimestre al escenario de corto plazo, delineado en el *IPoM* del mes de enero, considerando el cambio en las participaciones sectoriales. La tasa de variación anual del Imacec fue de 5,7%, igual valor sin efecto calendario, cifra mayor que los registros de los meses recientes y que lo esperado por el mercado. Por sectores, manifiesta el mencionado Gerente que destacó el creciente mayor dinamismo del comercio y el menor de minería e industria. En este último sector destaca la debilidad de sectores ligados a la inversión, que, aparentemente, estarían siendo crecientemente sustituidos por importaciones. Lo anterior, aún considerando que su importancia dentro del consumo durable y/o la inversión en maquinaria y equipos ya era baja. Los sectores de la industria que se habían visto mayormente afectados por el fenómeno de cambio en el origen del consumo habitual hacia bienes importados, muestran tasas de crecimiento anual levemente positivas. En el caso del comercio, indica que su dinamismo se ve reflejado en el desempeño de todos sus componentes y es, a la vez, coherente con lo que se observa en los indicadores de consumo y las importaciones de este tipo de bienes.

Indica el señor Magendzo que los datos del trimestre móvil diciembre-febrero, fueron algo distintos de las tendencias recientes del mercado laboral. Señala que por un lado, la tasa de crecimiento del empleo, tras algunos meses de descenso, volvió a aumentar, nuevamente concentrada en el empleo asalariado. Por el otro, la fuerza de trabajo y la tasa de participación laboral aumentaron luego de varios meses de estabilidad, en especial la femenina. Agrega que la tasa de desempleo siguió aumentando, llegando a 7,2% eliminada estacionalidad y 7,1% en el mes pasado.

Hace presente también que los datos de salarios del mes de febrero aumentaron la discrepancia entre el crecimiento anual del Índice de Remuneraciones y el Costo de la Mano de Obra. El incremento en doce meses del primero subió a 6,1%, 5,8% en el mes de enero, a la vez que el del Costo de la Mano de Obra cayó a 4,7%, 4,8% en el mes de enero. El incremento real de las remuneraciones que mide la Asociación Chilena de Seguridad siguió disminuyendo, ubicándose en niveles similares a los de mediados del año 2006.

Indica el señor Gerente de Análisis Macroeconómico que el crecimiento anual de los costos laborales unitarios, en todas sus mediciones, volvió a caer en el mes de febrero, con una velocidad de expansión que continuó negativa. Señala que como se ha mencionado anteriormente, parte importante de la trayectoria que muestran los costos laborales unitarios responde a la evolución de la productividad medida. Con todo, señala el señor Magendzo, las presiones de costos salariales, más allá de la divergencia entre el Índice de Remuneraciones por Hora y el Costo de la Mano de Obra, siguen estando contenidas, manteniéndose el riesgo identificado en el *IPoM* de enero.

Hace presente el señor Gerente de Análisis Macroeconómico que por el lado de la inflación, en marzo el IPC aumentó 0,4%, 2,6% anual, el IPCX 0,3%, 2,7% anual y el IPCX1 0,5%, 2,3% anual. La inflación de marzo, estacionalmente alta, se explicó en parte importante por el aumento en el costo de los servicios de educación, que se compensó en parte por el efecto negativo remanente del ajuste de precios del transporte público desde la entrada en operación del Transantiago y una caída en el valor de los pasajes interurbanos. Esto último, se estima corresponde a un adelantamiento de caídas esperadas en meses venideros y fue lo que provocó que el IPCX1 resultara menor que lo esperado. Señala que algunas medidas



BANCO CENTRAL DE CHILE

alternativas de tendencia inflacionaria mantuvieron sus niveles del mes anterior, mientras otras aumentaron. La velocidad de expansión del IPCX1, tal como se había anticipado, comenzó a retroceder respecto de los elevados niveles que mostraba en los meses inmediatamente anteriores.

Finalmente señala el señor Gerente que con esto, la inflación IPCX1 a fines del primer trimestre fue algo superior a la proyectada en el *IPoM* del mes de enero, principalmente, por el aumento en el precio de algunos alimentos, fenómeno que podría atribuirse, al menos parcialmente, al aumento en el precio internacional de los granos. La inflación del IPC, en cambio, resultó similar a lo anticipado para fines del mes de marzo, debido a que el efecto que el Transantiago provocó en las tarifas, más que compensó el mayor IPCX1. Comenta el señor Gerente que el escenario de corto plazo apunta a una inflación mayor que la proyectada el mes pasado y en el *IPoM* de enero, tanto por una levemente mayor inflación IPCX1, como por el efecto que el alza reciente del precio del petróleo tendrá en el IPC.

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

El Consejero señor José De Gregorio señala que en relación a las colocaciones, el gráfico que se muestra comparado con el PIB a su juicio es útil, sin embargo no es un indicador de que exista una desaceleración, sino simplemente que se han normalizado las bajas.

El Gerente de División Política Financiera señor Pablo García señala que este gráfico fue preparado por esa Gerencia de División y la Gerencia de División Estudios, y que el vínculo entre la brecha y los agregados crediticios para el caso de los créditos de consumo, es bastante coincidente con el cambio de dirección.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que tiene la impresión que el empinamiento que se muestra en el referido gráfico, puede tener como explicación que se trata de un período donde muchas empresas empezaron a sustituir créditos externos, incluyendo emisión de bonos por créditos internos y que después se normalizó en relación con los mercados financieros internacionales.

El Vicepresidente señor José De Gregorio señala que tiene una duda sobre los inventarios de construcción. Consulta si estas proyecciones están basadas en algunos indicadores físicos, en algunos indicadores de inventario, o simplemente resultan de cuadrar las proyecciones.

El Gerente de División Estudios señor Valdés agrega que en este caso particular se trata de indicadores nuevos. Se trata de la matriz nueva de inventarios que es muy distinta.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que los inventarios de productos exportables no están ofreciendo información sobre qué está sucediendo con la demanda interna. Indica que podría pensarse que una reducción no anticipada de inventarios constituye un anticipo de un ciclo expansivo y viceversa, ya que correspondería a un modelo que uno tiene que es de demanda interna. Por consiguiente, si en lo que estamos más seguros es en aquella

je 4p



BANCO CENTRAL DE CHILE

parte sobre inventarios de bienes exportables, a lo mejor, estamos concluyendo equivocadamente respecto de la real situación.

Agrega el Consejero señor Marfán que la variación de inventario tiene un componente que es residual, incluyendo las deficiencias del factor implícito del producto; que imagina que la proyección que se efectúa es sectorial y lo que se trata es por demanda, por consiguiente, no sabe a qué corresponde el residuo aún cuando esté todo bien hecho. Entonces, indica que se va a depurar la parte de los inventarios de que uno sí tiene certeza, pero siempre va a quedar un residuo y que de ello se pueda sacar información económica, le parece algo muy audaz.

El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés cree que a estos indicadores se les está pidiendo más información que la que tienen. En efecto, se trata del primer trimestre y no del cuarto. Señala que en este último recién se supo lo que sucedía. Agrega, que ahora se cuenta con el Imacec de marzo y nos estamos preguntando por los inventarios de marzo y eso no es posible. Indica que en dos meses más se van a tener las cuentas que van a recibir esos datos y se está tratando de obtener más información de esto.

En cuanto a la incidencia de algunos alimentos, tales como pan, harina, pollo, pavo y cerdo, en la inflación anual del IPC, el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Igal Magendzo señala que esta incidencia es de un 0,14%, que es la diferencia de lo que se tenía proyectado con lo que ocurrió efectivamente. Agrega, que el pan explica gran parte de lo que está ocurriendo, ya que tiene la mayor ponderación. En todo caso, menciona que en la proyección que se tiene todos estos ítems continúa subiendo y su incidencia sobre el IPCX1 es creciente en el horizonte de proyecciones de corto plazo.

El Consejero señor Manuel Marfán sugiere que se pudiera alargar la serie hacia atrás, ya que tiene la impresión que el aumento del período 2003 tiene mucho que ver con el tipo de cambio y también con la caída de éste.

El Consejero señor Jorge Desormeaux señala que es un poco escéptico sobre esta materia, porque no se trata de un *shock* de oferta por un problema climático, que típicamente es transitorio, sino que en su opinión el problema pasa por la historia del maíz en su uso como biocombustible, lo cual tendrá mucha incidencia con el nivel que mantenga el precio del petróleo. En efecto, si éste se mantiene elevado y esto se mantiene rentable, podemos tener un cambio más permanente del maíz, que es un importante insumo en la producción de huevos, carnes de cerdo e incluso de carnes rojas.

El Consejero señor Manuel Marfán, sobre el mismo tema señala que en su parecer la sustitución por biocombustible en Estados Unidos de América, en donde se está utilizando el maíz, no sería necesariamente un fenómeno que debiera repercutir a escala internacional, ya que ese país tiene cerrado el comercio exterior, y son autárquicos en la producción de combustibles y además exportadores de maíz. Por consiguiente, en su opinión, lo más que podría ocurrir es que exporten a precios muy bajos, menores a lo que constituye la producción interna, pero ellos tienen declarado este bien en la OMC desde hace tiempo, puesto que lo que hacen es vender en los mercados internacionales los excedentes de su producción. En todo caso, cree que la situación de Estados Unidos de América no se puede extrapolar para el resto del mundo.





BANCO CENTRAL DE CHILE

El Vicepresidente señor José De Gregorio señala que si este fuera un precedente nacional, para hacer un simil lo observaría. Agrega que lo que dice el gráfico es que el precio relativo de estos bienes ha subido y en esto puede pensarse que la respuesta es climática o que hay respuestas también de oferta, que es una alternativa. La otra alternativa es que simplemente es un fenómeno que más menos dura lo que este cambio de precio relativo se normaliza o es negativo.

Sobre el mismo punto, el Presidente señor Vittorio Corbo señala que hay que observar el precio del petróleo; qué está pasando con el precio internacional; qué sucede con el efecto de esto en el precio interno y ello hay que estudiarlo y tener supuestos alternativos de precios internacionales, como se hace para el petróleo.

El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés señala que quiere informar que se está adelantando en este tema y existen varias estrategias distintas a seguir y sin duda piensa que es un tema muy importante para el IPoM.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que le parece muy importante la decisión de hoy. Señala que tiene la impresión que lo que se está presentado en esta ocasión, constituye una especie de escenario central que evoluciona y por eso tiene riesgos. En su opinión, le parece que en todo caso el riesgo es a la baja.

El Consejero señor Jorge Desormeaux, indica que un aspecto que no se ha mencionado en el análisis y que puede ser porque no tiene ninguna incidencia, es si la instalación del Plan Transantiago va a tener algún efecto en la productividad, en el crecimiento esperado, o se está suponiendo que el efecto va a ser no significativo.

El Gerente de Estudios señor Rodrigo Valdés, sobre este mismo tema, señala que la percepción que tiene hasta la fecha, es que las estadísticas no capturan mucho de esta acción, ya que el servicio se sigue prestando, porque la gente se sigue transportando igual.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Esteban Jadresic señala que al analizar los datos que se han mostrado hay que tener cuidado con descontar demasiado al mirar los salarios y las remuneraciones. Agrega, que efectivamente el tema del INE y las discrepancias que generan los problemas de interpretación de esos datos, pero la información de la Asociación Chilena de Seguridad, que se ha usado como indicador, ayudan a analizar estos temas.

El Consejero señor Manuel Marfán menciona que en las Reuniones de Política Monetaria anteriores ha existido una preocupación por riesgos que se disipan. En primer lugar, el IPCX1 por un asunto de los buses interurbanos que motivó una decisión en cierta dirección por ese riesgo; posteriormente fue el Índice de Remuneraciones, pero que ahora se tiene la impresión de que existe una serie de problemas estadísticos y que, por lo tanto, no habría que considerar esos datos y finalmente el IPC de transables versus no transables, o en su versión nueva de bienes versus servicios, y eso se revirtió.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En consecuencia, tiene la impresión que así como en su momento se ponderaron esos riesgos, cada uno en su medida, y también él lo hizo en su voto, es importante señalar que muchos de ellos se disiparon o se aclararon. Con lo anterior no quiere señalar que no existieran, pero le complica que siempre aparece un riesgo nuevo y al final, siempre sucede que en el IPC existen algunos precios que suben sobre el promedio. Por tanto, si siempre se observan esos riesgos, obviamente se tiene una percepción que puede ser sesgada.

El Presidente señor Vittorio Corbo, sobre el particular, comenta que la ponderación de los riesgos es un tema que analizan todos los Consejeros y el staff, pero también han aparecido otros temas nuevos y cada uno tiene en su mente cuánta persistencia pueden tener.

El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés quiere hacer presente que el tema de los buses interurbanos nunca fue considerado un riesgo en el escenario central. Cree que lo que puede llevar a esta situación es que la frecuencia de la Reunión de Política Monetaria es muy seguida.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Igal Magendzo señala que puede dar la seguridad que el staff es muy insesgado y que se identifican riesgos en ambos sentidos; y que también se han ido descartando en la medida que se analizan, y que se presentan transparentemente.

El Consejero señor Manuel Marfán indica que no está haciendo una imputación al staff, ya que él mismo puso estos riesgos al momento de efectuar su votación. Lo que está señalando es que él tiene una cierta forma de ver las cosas. Agrega que en cada una de las últimas reuniones de política monetaria se han incluido nuevos indicadores; en consecuencia, cada vez ese indicador es por un nuevo riesgo en una dirección que siempre es la misma.

Menciona que en esta reunión precisamente discutió el tema de los alimentos, porque efectivamente cree que existe un riesgo y que puede o no influir en su voto, pero a la sesión siguiente desaparece. Entonces, cuando se empiezan a tener demasiadas observaciones seguidas en un mismo sentido, cree que hay que pensar que hay algo más estructural en esta situación.

El Presidente señor Vittorio Corbo comenta que si se lee la Minuta de la Reserva Federal del día de ayer, observa que esta Institución tiene problemas muy parecidos a los nuestros, ya que están preocupados si la inflación se va a desacelerar o no. Indica que ahora omiten aspectos que estaban en la Minuta anterior y, en consecuencia, están en un ciclo muy parecido al nuestro.

El Presidente, señor Vittorio Corbo, suspende la Sesión a las 13.45 horas e informa que la misma se reanudará a las 16:00 horas.

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 106.

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 que en la reunión de política monetaria de marzo, el Consejo acordó, por tres votos contra dos, mantener la tasa de interés de política monetaria en 5% anual, luego de igual decisión en febrero. Señala que en la decisión se consideró, entre otros elementos, la mayor volatilidad y los ajustes de los precios de distintos activos observados en los mercados financieros internacionales. Se estimó, además, que había un aumento gradual del dinamismo de la actividad interna, en línea con lo previsto en el último *IPoM*, mientras la inflación anual del IPCX1, que había estado algo por encima de la proyectada, se estaba moderando. Indica el Gerente de División Estudios que en la decisión de mayoría se hizo especial hincapié en algunos riesgos al alza para la inflación, incluyendo el mayor precio internacional del petróleo y de los granos, la evolución de la inflación de servicios, y no transables, y la discrepancia entre los indicadores salariales Índice de Remuneraciones por Hora y Costo de la mano de obra total. En la votación de minoría se consideró que el escenario base del *IPoM* era válido y que también había riesgos a la baja para la inflación, como el nivel que alcanzaban las expectativas de inflación del mercado financiero, en particular la CI 1 en 1, y la reducida inflación anual que se espera para el tercer trimestre. Señala el señor Valdés que el comunicado entregó un sesgo para la política futura al establecer que "de atenuarse los riesgos inflacionarios y consolidarse el escenario central del último *IPoM*, en los meses siguientes podría requerirse un impulso monetario algo mayor".

Desde la reunión anterior, las principales novedades son las siguientes:

- En el lado externo, el escenario continúa favorable, y se ha disipado el episodio de mayor volatilidad y correcciones de precios relevantes en los mercados financieros. En Estados Unidos de América se han atenuado y postergado las expectativas del mercado sobre rebajas de tasas de interés por parte de la Reserva Federal. En Europa y Japón se mantienen las expectativas de alza de tasas.
- Menciona el señor Valdés que el precio del cobre ha vuelto a subir de manera considerable, más de US\$ 0,6 por libra desde la última reunión, hasta sobre US\$ 3,5, el mes pasado el aumento fue de 40 centavos. Con ello se ubica muy por encima del valor proyectado en el escenario central de enero. El precio del petróleo también ha mostrado un aumento, aunque más moderado, y se ubica sobre lo proyectado. El precio de la gasolina ha subido más que el del petróleo.
- Internamente, en el mercado financiero continúa la aceleración de los agregados monetarios. El crecimiento del crédito, por el contrario, no siguió acelerándose y se atenúa en el caso del consumo. El tipo de cambio se ha mantenido. Los mercados y analistas asignan una baja probabilidad a un nuevo recorte de la Tasa de Política Monetaria.
- La actividad continúa aumentando su dinamismo en forma gradual, bastante en línea con el escenario del *IPoM*.





BANCO CENTRAL DE CHILE

- Agrega el Gerente de División que la inflación de marzo estuvo dentro de lo proyectado en la reunión anterior, aunque con menor IPCX1 y mayor precio de alimentos. Con ello, el IPC se ubica muy cerca de lo proyectado en el *IPoM*, con algo más de IPCX1, por mayores precios de alimentos, aparentemente por el efecto del mayor precio internacional de los granos, y con un mayor precio de combustibles, ambos compensados por la reducción de tarifas asociadas a Transantiago. Las perspectivas de inflación de corto plazo son algo mayores que las consideradas en el escenario base del *IPoM*, en particular en el caso de la subyacente IPCX1.
- Hace presente el Gerente de División Estudios que el ritmo de creación de empleos volvió a intensificarse en el último mes. Los costos de la mano de obra total siguen contenidos, mientras la tasa de crecimiento de los Índices de Remuneraciones por Hora sigue aumentando. El análisis preliminar de los microdatos indica que la discrepancia IREM/CMO podría reflejar sólo ruido estadístico.
- Las expectativas de inflación de mediano y de largo plazo, a más de dos años, se ubican en torno a 3%.

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.

El principal argumento para disminuir la Tasa de Política Monetaria hoy, al igual que los dos meses anteriores, es el escenario central de proyecciones considerado en el último *Informe*. Una menor Tasa de Política Monetaria permite adelantar el cierre de brechas de inflación, respecto de 3%, y de actividad, respecto del PIB tendencial, que considera ese escenario. Se puede justificar disminuir la Tasa de Política Monetaria en la medida en que se estime que la economía está evolucionando en línea con ese escenario central. Indica el Gerente de División que los resultados de la inflación IPC y la expectativa de crecimiento del PIB a marzo son, en principio, coherentes con ese diagnóstico. En particular, cabe mencionar que por segundo mes la inflación subyacente IPCX1 modera sorpresas al alza de meses anteriores, lo que en principio fortalece el escenario central. A este argumento, basado en el escenario central del *IPoM*, se agrega el cese de la volatilidad en los mercados financieros internacionales, elemento considerado en la reunión anterior como uno de los argumentos para no disminuir la Tasa de Política Monetaria.

El principal argumento para mantener la Tasa de Política Monetaria en esta oportunidad se basa en que, si bien la inflación y la actividad son hasta ahora coherentes con el escenario central, hay aspectos en la evaluación de la marcha de la economía y *shocks* específicos que, en principio, modifican algo al alza las perspectivas de inflación. En particular, el aumento del precio de los alimentos, que se refleja en un mayor IPCX1 efectivo y esperado, así como el mayor precio de derivados del petróleo, elevan la proyección de inflación de corto plazo, lo que resulta más notorio si se excluye el efecto que tuvo la puesta en marcha del Transantiago. Señala que el comportamiento de las medidas de tendencia inflacionaria es también coherente con esta evaluación. Estas novedades no modifican de manera radical el escenario central, que considera holguras por algunos trimestres, pero, si se estima que ellas son persistentes, son de una magnitud tal que podría justificar mantener la Tasa de Política Monetaria en espera de una actualización de este escenario.

Además de las consideraciones anteriores, señala el Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés que hay factores de riesgo que pueden ser relevantes en la evaluación de las opciones, algunos de los cuales se discutieron en la última reunión. En efecto, la inflación podría ser más baja que en el escenario central, en la medida en que se

4



## BANCO CENTRAL DE CHILE

reduzcan las expectativas de inflación a partir de la baja inflación anual proyectada para el tercer trimestre. Asimismo, los costos laborales unitarios han evolucionado por debajo de lo esperado. A esto cabe sumar la posibilidad de que se dé una reversión o, alternativamente, un efecto contractivo en el mayor precio de los granos y del petróleo. El alza de estos últimos es básicamente un *shock* de costos o de oferta, con sus implicancias habituales.

Por su parte, indica el señor Valdés que los principales riesgos al alza para la inflación que siguen vigentes son la relativamente mayor inflación de servicios respecto de la de bienes, el mayor crecimiento que siguen mostrando los agregados monetarios y la posibilidad de un traspaso más intenso al mercado interno del mayor precio internacional de los granos.

También cabe señalar que se han atenuado un par de elementos de riesgo analizados hace un mes. Por un lado, el riesgo que imponía una muy reducida compensación inflacionaria a un año plazo, en un año más se ha tendido a disipar con su aumento reciente. Por el otro, si bien continúan como un foco de atención las posibles implicancias del mayor crecimiento del índice de remuneraciones, cabe señalar que el escenario central contempla una mayor tasa de crecimiento de los costos laborales nominales y que, como se mencionó, el análisis preliminar de los microdatos indica que la discrepancia IREM/CMO podría ser no ser especialmente informativa.

Por último, cabe destacar que una mayoría relativa del mercado espera que se mantenga la Tasa de Política Monetaria en esta reunión, por lo que cabe esperar cambios acotados en los precios financieros clave si se decide por esta opción. Con todo, una minoría sí espera un recorte, tal vez reflejando el sesgo implícito del último comunicado.

El Presidente señor Vittorio Corbo ofrece la palabra para comentarios.

El Gerente de División Política Financiera señor Pablo García señala que comparte la opinión de la Gerencia de División Estudios en el sentido que nuevamente las opciones más plausibles son la mantención o una reducción de 25 puntos base en la Tasa de Política Monetaria. Como la cuantificación de las implicancias de las noticias mes a mes es bastante difícil y hubo un *caveat* respecto a tomar literalmente las proyecciones presentadas el último martes; cree conveniente tomar una perspectiva algo más larga para evaluar si el ajuste monetario iniciado en septiembre del año pasado ha sido suficiente para afrontar el cambio de panorama inflacionario.

Indica que en primer lugar, el cambio en perspectivas de inflación ha sido de alrededor de 100 puntos base, tomando mediados de este año como pivote. Aunque efectivamente frente a esto la Tasa de Política Monetaria se ha reducido solo en 25 puntos base, el ajuste de expectativas de mercado ha sido sustancialmente mayor, del orden de 100 a 150 puntos base, tomando de nuevo como pivote la Tasa de Política Monetaria de julio del año 2007 esperada ahora y hace seis-nueves meses, donde un margen de +/- 25 puntos base claramente está dentro de las incertidumbres estadísticas. Consulta si es este ajuste el que corresponde dada la magnitud del *shock*. Manifiesta el señor García que no parece diferir de manera significativa, justamente dadas esas incertidumbres.

En segundo lugar, el Gerente de División Política Financiera opina que esto es así principalmente debido a que el escenario de crecimiento económico proyectado desde ese mismo período ha sido notablemente acertado, tema que al menos en su caso revestía dudas suficientes como para actuar de forma preventiva a principios de año frente a riesgos de una desaceleración significativa de la actividad. Por ello, indica el señor García que el significativo





BANCO CENTRAL DE CHILE

*shock* de oferta desinflacionario que se ha experimentado no se vio sucedido por *shocks* de demanda que ameritaran acciones de política más agresivas.

En este contexto, se pregunta cuáles son las implicancias para la decisión de hoy. Dada la notable incertidumbre que rodea a las implicancias de los *shocks* de oferta, y la dividida opinión de los analistas, estima que tomar una u otra opción sea probablemente equivalente. Lo que sí cree que es pertinente es darle un carácter más neutral al comunicado, por dos razones: una, que se está a un mes de un *IPoM*; dos, que no le queda claro porqué los riesgos de oferta adicionalmente mencionados se compensan con proyecciones alternativas de *IPCX1* que pueden llevar esta inflación a cifras en torno a un punto por debajo de la proyección de corto plazo en un horizonte corto.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Esteban Jadresic manifiesta que esta reunión la ve bastante similar a la anterior.

Indica que las opciones relevantes siguen siendo mantener o bajar la Tasa de Política Monetaria. La evaluación no es nada fácil y a su juicio la similitud más importante es que la decisión debe tomarse sobre la base de si uno le cree más al escenario central que se proyectaba para el antiguo *IPoM* de enero, o si uno pondera relativamente más el riesgo al alza de la inflación y por ello prefiere seguir esperando por si se valida o no el escenario central. Indica el señor Jadresic que tomando una perspectiva más larga, sin irse a septiembre, sino que hasta enero, cree que en esa evaluación es importante aclarar o tener bien claro, que el escenario central para actividad e inflación que ha presentado la Gerencia de División Estudios y que se ha estado discutiendo para el corto plazo, sigue siendo muy similar a lo que se contemplaba en el *IPoM* de enero, porque se hace la comparación respecto a las proyecciones que se tenían hace un mes atrás y ahí había un alza en las expectativas de inflación de corto plazo, como también respecto de la actividad, pero si se hacen las comparaciones con el *IPoM*, se encuentra que las diferencias son bastante menores. Explica el señor Jadresic que en el caso del *IPC*, las proyecciones a junio contemplan una revisión de una décima hacia el alza para la inflación anual. En el caso del producto, para el primer trimestre se está hablando de una proyección que ahora es dos décimas menores a lo que se proyectaba en el *IPoM*. Indica que no se refiere a las proyecciones de PIB para el segundo trimestre porque si bien hay una revisión importante de febrero a la fecha, para el *IPoM* no se tenían proyecciones todavía del segundo trimestre. En este contexto, comparte ese escenario central para el corto plazo que es muy apegado a lo que estaba en el *IPoM*. Señala que lo importante es revisar cómo han evolucionado los riesgos respecto a ese escenario central y respecto a lo que se discutía en la reunión anterior y a la luz de qué es lo que ha pasado con otras variables en la economía. El Gerente de División Operaciones Financiera cree que en esa evaluación hay dos riesgos para lados distintos, que cree se han atenuado sustancialmente desde el último mes, siendo uno de ellos el riesgo relacionado con el comportamiento de las remuneraciones. Indica que se ha observado que en el caso del Instituto Nacional de Estadísticas hay temas estadísticos involucrados en estos dos índices, pero como mencionó en la mañana, el otro indicador correspondiente a la Asociación Chilena de Seguridad y que fue importante para las discusiones previas, ha mostrado una caída en doce meses, ya que estaba en 6% en doce meses al mes de enero y en febrero cayó a 5,6%. Entonces, señala que hubo una atenuación que podría preocupar, por las presiones inflacionarias por ese lado. Indica el señor Jadresic que también se ve que en el tema de los precios de servicios y no transables, siguen habiendo brechas, las que no han disminuido y han caído en el margen.

Por otro lado, señala el señor Jadresic desde el punto de vista del riesgo en la dirección opuesta, que una de las cosas que preocupaba en ese momento, eran las expectativas de inflación de los mercados, de los analistas y del mercado, respecto a la inflación

24





BANCO CENTRAL DE CHILE

anual en dos años más, que estaba bastante por debajo de la meta del 3% y ahora se ha acercado y está bastante cerca. Por lo tanto, en su opinión, existen dos riesgos con signos distintos que se han atenuado y, en este contexto, cree que en la lista de riesgos que se puede mencionar entre los más relevantes que se mantienen o persisten, existe uno que se ha discutido ampliamente que es el riesgo inflacionario que viene del precio de los alimentos, asociado al precio de los granos, y también el riesgo correspondiente al precio de los combustibles. Manifiesta el señor Gerente de División Operaciones Financieras que dicho riesgo es importante y hay que monitorearlo, pero tampoco hay que exagerar y aquí comparte la opinión del Gerente de División Política Financiera señor Pablo García, en el sentido que éste es un *shock* de oferta y no un *shock* de demanda, y que además se tiene alguna experiencia con estos *shock* de ofertas. Por lo tanto, si bien hay alguna incertidumbre, se sabe que ellos no reflejan disminución de holguras de capacidad y más probablemente poco efecto de riesgo inflacionario persistente. Indica el señor Jadresic que lo anterior sí tiene riesgo inflacionario, principalmente en la medida que las altas inflaciones producto de ellos pueden llevar a un desanclaje en las expectativas de inflación. Señala que es un tema que ha sido preocupación en el Banco Central de Chile por mucho tiempo y ha llevado a tomar medidas de política. Sin embargo, hoy no vemos que haya un riesgo de desanclaje de expectativas y si se mira y se proyecta un poco más hacia adelante, se sigue proyectando que hacia mediados de año se va a tener, con una alta probabilidad, una inflación anual por debajo del piso de la banda y ahí viene el otro riesgo de desanclaje que va en la dirección opuesta. Manifiesta que en ese contexto, a su juicio y bien en el margen, como señaló al comienzo, es una decisión muy difícil. Cree que la economía sigue operando en línea con lo proyectado y que se sigue justificando una reducción en los términos que se contemplaba y, en caso de no hacerlo, estima que habría que mantener el sesgo que ya se ha anunciado, de tal manera de poder seguir mirando cómo evolucionan las variables claves y los riesgos asociados.

El Gerente de Mercados Financieros Nacionales señor Beltrán De Ramón señala que en la Reunión de Política Monetaria de marzo recomendó al Consejo bajar la Tasa de Política Monetaria.

Señala que si bien en esa oportunidad había atisbos de una incipiente reversión de las medias podadas, entre otras, la trayectoria que estaba tomando la inflación a doce meses, bajaría del 1% a junio del año 2007, y un crecimiento moderado inclinaba la balanza hacia una baja de la Tasa de Política Monetaria. Asimismo, las expectativas de 12 a 24 meses estaban en 2,4%.

Además, manifestó el señor De Ramón que una inflación negativa en febrero, hacía aconsejable adoptar, por razones tácticas, esta decisión de marzo, considerando el riesgo de que la inflación comenzara a acelerarse. Manifiesta el Gerente de Mercados Financieros Nacionales que su mayor preocupación era ser coherente con el escenario del *IPoM* de enero y ser capaces de entregar información que pudiese ser bien interpretada por los agentes y por el público en general. Por tanto, señala el señor Gerente, que desde esa fecha el mercado ha empezado a leernos mejor y entiende que esta coyuntura es particularmente difícil, ya que están abiertas todas las opciones: comentarios de mercado; volatilidad de Estudios 4% - 5%. En ese sentido, cree que la credibilidad del Banco Central de Chile está intacta y eso es muy importante.

Hace presente el Gerente de Mercados Financieros Nacionales que en su opinión, el escenario central del *IPoM* no ha ido perdiendo validez en crecimiento. Sin embargo, la inflación se irá en el escenario más probable, hacia el 3% de aquí a doce meses. Aunque también es probable que lo anterior no suceda y ésta se mantenga en un rango de 2 a 2,5%. Manifiesta que el sólido crecimiento de enero y febrero que probablemente se puede repetir en

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

marzo augura un cierre de brechas un poco más rápido de lo que se esperaba, y eso es lo más robusto que tiene el escenario central del *IPoM*.

El señor Beltrán De Ramón manifiesta que dados los antecedentes anteriores y aunque el escenario de bajas futuras se mantiene, en esta ocasión recomienda mantener la Tasa de Política Monetaria y esperar una o dos reuniones más para recabar nuevos antecedentes.

Por último, señala el señor Gerente que esto debería quedar reflejado en el comunicado, indicando que todas las alternativas están abiertas de aquí en adelante.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco señala que quiere hacer un comentario metodológico, relacionado con el peso que se le da al valor esperado y a la varianza en torno a ese valor para la inflación y también para la actividad. Indica el señor Ministro, que cuando se construye el escenario central, esencialmente se está construyendo un valor esperado y cuando se habla de riesgo, se está hablando de cosas que pueden ocurrir en torno a ese valor esperado. Agrega, que dada esta forma de operar, la que comparte y que le parece perfectamente sensata, tiene dos temores acerca de cómo se ha razonado o cómo se ha dado la discusión en esta reunión. El primero, tiene que ver con cuánta importancia se le da a uno versus el otro. Señala que en esto no hay ninguna regla, pero su intuición le indica que por algo el escenario central es central, o para decirlo en jerga más técnica, que el valor esperado es el asunto central y que los temores que se puedan tener en torno a lo que pasa alrededor de ese escenario central, es un asunto más secundario.

Hace presente el señor Ministro, que el segundo punto metodológico tiene que ver con el mecanismo mediante el cual se identifican aquellas cosas que pueden ser riesgos, ya que la cantidad de factores que pueden incidir en lo que ocurre en la inflación es esencialmente infinita y lo que se hace en estas discusiones, es identificar tres o cuatro. Indica que él no tiene forma de saber cuál fue el mecanismo que se utilizó para elegir esos tres o cuatro factores, del número arbitrariamente grande que pueden existir. Asimismo, señala el señor Ministro de Hacienda, que no quiere decir con lo anterior que tenga la sospecha de que necesariamente haya un sesgo, pero sí le gustaría tener la metodología sobre la mesa. Agrega que, del universo de riesgo que incluía veintisiete factores, por alguna razón se han seleccionado para poner en los *slides* y en la discusión, solamente cinco que son los más pertinentes, ya que de otra manera no se tiene cómo sopesar uno versus los otros. Por ejemplo, indica que se mencionaba el posible impacto del tipo de cambio y ese es un riesgo. Se pregunta el señor Ministro por qué ese riesgo está en esta discusión y no en la anterior. Le parece que en su opinión, se necesita un análisis más sistemático, porque de otro modo le da la sensación de que se trataría de pura casuística, ya que un mes son los granos, otro la leche, el siguiente el café o los transables versus no transables, y puede que esos sean todos los factores a considerar. Comenta el señor Ministro que por definición, se trata de una canasta de factores y si no existe esa canasta, no se conoce qué peso asignarle a cada uno los factores y, por lo tanto, queda la sensación de que es un análisis incompleto.

Además, el señor Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco señala que, de la lectura de los datos y de las minutas respectivas, se concluye que no ha pasado demasiado en el último mes en cuanto a actividad e inflación y que, si se emitiera un juicio sobre si los riesgos de inflación se materializaron o no, al menos su lectura es que más bien no se materializaron, más allá de lo que haya ocurrido con el *IPCX1* y el asunto del precio de los alimentos. Agrega que, dado lo anterior y considerando la Minuta de la reunión pasada, que contemplaba que podía requerirse un impulso monetario algo mayor si este escenario continuaba verificándose, a

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

su parecer, se trataría más o menos del mismo juicio anterior y por tanto, si el argumento es a favor de la mantención, por lo menos extrañaría algunos elementos adicionales.

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 las decisiones de política monetaria de los últimos meses han sido complejas y la que enfrentamos hoy no es distinta.

Agrega, que las cifras conocidas en los últimos meses en materia de inflación y actividad han estado bastante en línea con nuestro escenario central. Sin embargo, han surgido antecedentes que modifican en alguna medida la evaluación de la marcha de la economía hacia delante.

En el frente externo, los commodities han deparado noticias importantes. El petróleo y sus derivados han seguido una trayectoria por sobre lo esperado a principios de año; en tanto, el precio del cobre ha subido bruscamente, alcanzando niveles que no se veían desde el año pasado.

Señala el señor Consejero que en materia de actividad, las perspectivas de crecimiento global siguen siendo muy auspiciosas, particularmente para nuestros socios comerciales. Indica que se destaca el buen comportamiento de Europa, Japón y el Asia emergente, lo que ha compensado con creces la desaceleración económica de los Estados Unidos. Sin embargo, la trayectoria futura de la economía norteamericana sigue planteando incertidumbres. Menciona que, si bien el ajuste del sector inmobiliario permanece acotado, persisten dudas sobre sus posibles efectos sobre otros sectores internos y en otras regiones del mundo.

Los mercados financieros se han normalizado después de las últimas turbulencias. Los premios por riesgo de las economías emergentes se han comprimido nuevamente y las bolsas han vuelto a mostrar índices positivos.

Indica que en los países desarrollados, la inflación se reafirma como una materia de especial preocupación y ello tiene un reflejo en los mercados financieros.

Por otra parte, señala el Consejero señor Marshall que, en el frente interno las cifras conocidas en los primeros meses confirman una recuperación gradual de la actividad y una inflación contenida, pero con señales que llevan a visualizar una trayectoria hacia delante algo más alta que la esperada en meses anteriores. Los agregados monetarios y crediticios siguen mostrando altas tasas de expansión. Los primeros incluso se han acelerado en estos últimos meses. Las colocaciones, en cambio, vuelven a mostrar alguna moderación en sus tasas de crecimiento.

Los rendimientos de los títulos nominales del Banco Central de Chile subieron levemente, en tanto los rendimientos de los títulos reajustables bajaron por movimientos en las expectativas de inflación. Como resultado, la compensación inflacionaria para plazos cortos se aproximó al 3%.

24





## BANCO CENTRAL DE CHILE

El tipo de cambio ha permanecido bastante estable. La bolsa se ha recuperado y ha vuelto a mostrar índices positivos. Las cifras de demanda y actividad no han tenido cambios apreciables respecto de lo proyectado a principios de año y las principales incertidumbres hacia delante se relacionan con la fuerza relativa que tendrá la inversión y con la evolución del sector industrial.

Hace presente el Consejero señor Marshall que en el mercado laboral, se reafirma la tendencia al crecimiento del empleo y, en particular, de su componente asalariado. La tasa de participación revierte la tendencia a la baja observada en meses anteriores y la tasa de desocupación sube en el margen. Por su parte, los costos laborales han seguido creciendo en forma moderada.

Comenta el señor Consejero que en materia de inflación, las cifras del primer trimestre muestran algo más de inflación subyacente, básicamente, por un aumento en el precio de los alimentos. Las cifras muestran también algo menos de inflación total, debido al efecto producido por las nuevas tarifas del transporte público.

Las proyecciones de corto plazo se han ajustado al alza por el aumento del precio de los alimentos y de los combustibles y las expectativas de inflación de largo plazo siguen bien ancladas en tomo a la meta.

Hace presente el señor Marshall que para la decisión de esta reunión, las expectativas de mercado están divididas. Sin embargo, la mayoría espera que la tasa permanezca en su actual nivel.

Indica que considerando todos estos antecedentes, le parece que la opción más adecuada es mantener la tasa de interés en su actual nivel.

Agrega que si bien nuestro escenario contemplaba la posibilidad de uno o dos recortes adicionales, las decisiones futuras quedaron supeditadas a la evaluación de los antecedentes que se fuesen acumulando.

Indica también que resulta cierto que las cifras de actividad e inflación de los primeros meses han estado bastante alineadas con lo anticipado. Piensa que ello podría interpretarse como una validación del escenario base y servir de apoyo a la opción de introducir nuevos ajustes a la tasa de interés.

Sin embargo, menciona que dos observaciones le parecen pertinentes en relación con este punto. Lo primero, que el escenario base ha sufrido algunas modificaciones; las proyecciones de inflación elaboradas con los nuevos antecedentes son más altas que las anteriores y aparecen sesgadas al alza; los cambios no son demasiado grandes, pero sí resultan suficientes como para reevaluar la conveniencia de un ajuste más bien pequeño, de 25 puntos base. Lo segundo, una parte importante del ajuste contemplado en nuestro escenario central ya se produjo con la rebaja de la Tasa de Política Monetaria en enero pasado y, muy especialmente, con la reacción posterior del mercado, que introdujo ajustes significativos a lo largo de toda la curva de rendimientos. Agrega que estas correcciones se aprecian mejor, si se tienen en cuenta los cambios en expectativas y de tasas que ya se habían producido a fines del año pasado. Indica el señor Consejero que todo ello es para señalar que la decisión de mantener la tasa no debe ser visto como algo incongruente con el escenario central ni menos con el supuesto de trayectoria para la Tasa de Política Monetaria que se entregó en el Informe de Política Monetaria de enero y que en buena medida se ha dado.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Le parece que, en todo caso, independientemente de la decisión que se adopte en esta reunión, se debe prestar mucha atención al comunicado que se entregará al mercado, considerando la complejidad del mismo, las incertidumbres presentes y la sensibilidad que han mostrado los agentes a los mensajes que se han emitido en estos meses.

En suma, el Consejero señor Enrique Marshall indica que su voto es por mantener la tasa de política monetaria en 5,0%.

El Consejero señor Manuel Marfán, señala que como es habitual agradece el análisis del staff.

Agrega que en lo externo, las noticias más relevantes desde la última reunión de política monetaria han sido el repunte en el precio del cobre y en menor medida, un precio del petróleo algo mayor. También señala, que se tiene una percepción de menor riesgo para la actividad mundial, pero mayor para la inflación de las economías más desarrolladas.

Señala el Consejero señor Marfán que quiere efectuar algunos comentarios que le merece el escenario externo presentado y que son los siguientes: con la regla fiscal actual, la economía chilena es más resiliente a vaivenes en el precio internacional del cobre; con el esquema de metas de inflación también hay más seguros para que un mayor precio del petróleo se traduzca en presiones inflacionarias internas más acotadas.

Agrega que en los antecedentes de esta reunión, se mencionó que el *crack spread* de la gasolina ha aumentado a niveles por sobre lo normal, pero la vivencia histórica hace pensar que se trata de algo que se disipará antes del fin del horizonte habitual de política. Por último, indica el señor Consejero que, respecto del alza en el precio de los granos en los Estados Unidos de América y sus socios del Nafta, especialmente del maíz, provocada por una mayor demanda para biocombustible, le parece que aún faltan análisis para saber si se trata de un fenómeno que tendría alguna duración sólo en esos mercados, o si también se traducirá en una presión de mayor duración sobre el precio internacional relevante para Chile. Señala que su opinión personal preliminar es que, en lo relevante para Chile, se trata de un fenómeno que se despejará antes del próximo año e insiste que es un tema que requiere de mayor análisis.

Asimismo, menciona el señor Consejero que en lo interno, se han tendido a disipar los riesgos de inflación detectados en reuniones anteriores. Indica que respecto del aumento mayor del Índice de Remuneraciones, aunque éste persiste, no se puede descartar que se trate de un fenómeno estadístico más que económico. También cree que la brecha entre la inflación de bienes y la de servicios está más cerrada. Agrega que hoy surge, sin embargo un nuevo riesgo, consistente en la inflación de los alimentos contenidos en el IPCX1 que excluye los más volátiles. Hace presente que la hipótesis del staff es que ésta sería consecuencia del mayor precio internacional de los granos en sus efectos directos e indirectos. En consecuencia, el escenario que se nos propone de corto plazo, por lo tanto, es que se materializaría una mayor inflación por este solo efecto, ya que la proyección de corto plazo así lo contempla. Señala el señor Consejero que hay que considerar que el riesgo es que no se materialice y por lo tanto, el sesgo es a una menor inflación por este efecto, ya que estamos suponiendo que el efecto que se daría es respecto de la proyección de corto plazo que se presentó aquí y no respecto de la del escenario central que no contemplaba esta mayor inflación de alimentos. Insiste, sin embargo, que respecto de los granos es necesario un análisis más acabado para evaluar si se trata de un fenómeno que tendrá o no una persistencia preocupante en lo relevante para Chile. Con todo, señala que hay un riesgo inflacionario relevante y que de todas maneras, se trataría de un *shock* de oferta frente al cual la respuesta



## BANCO CENTRAL DE CHILE

de la política monetaria es menos evidente. En lo demás, señala que habiendo observado el escenario externo y el interno, en su opinión, se tiende a confirmar el escenario central.

Por otra parte, menciona que la aparición de un nuevo riesgo inflacionario en cada Reunión de Política Monetaria, mientras se disipan los de las reuniones previas, no deja de ser preocupante. Agrega el Consejero señor Marfán que su instinto es que su voto en las sesiones anteriores ha sido correcto y declara que sigue pensando que el escenario más probable es con una inflación menor a la que espera el mercado en el horizonte habitual de política. Indica que se está, sin embargo, a un mes de culminar la revisión del escenario central a propósito del próximo Informe de Política Monetaria. También le parece que es inconveniente perpetuar las diferencias al interior del Consejo, por legítimas que éstas sean, y especialmente cuando se trata de temas de menor importancia, como son solamente 25 puntos base de la tasa de interés.

Por estas razones, en esta oportunidad, quiere que su voto se sume a la mayoría, aún cuando su instinto es que el escenario central del Informe de Política Monetaria de enero sigue siendo el más relevante. Por último señala que también desearía que, en esta oportunidad, el comunicado vaya sin sesgo, porque no tiene sentido que vaya con sesgo cuando en realidad no lo hay.

El Consejero señor Jorge Desormeaux, señala que quiere agradecer también, el valioso apoyo que se ha recibido de la Gerencia de División Estudios para esta reunión.

Indica que en la Reunión de Política Monetaria de marzo pasado se resolvió, por una mayoría relativa del Consejo, la mantención de la tasa de política monetaria. Comenta que el voto de mayoría consideró que, si bien la información disponible sobre actividad e inflación era concordante con el escenario central de proyecciones del último Informe de Política Monetaria, había crecido el riesgo de que la inflación futura se ubicara por encima de lo proyectado. Señala el Consejero señor Desormeaux que el mayor precio del petróleo y de los granos, así como la evolución de la inflación de los servicios y algunos indicadores de remuneraciones formaban parte de estos riesgos. Agrega que la información más reciente no ha contribuido a disiparlos y en ello tiene una opinión discrepante con algunos que le han precedido. Por el contrario, parte de estos riesgos se han consolidado y las proyecciones de inflación subyacente a junio de 2007, llamadas proyecciones de corto plazo, se han elevado por encima de lo proyectado en enero y marzo pasado. Esto, en su opinión, es una realidad y no una expectativa.

En el plano internacional, si bien se ha reducido la volatilidad que afectó a los mercados financieros desde marzo y las proyecciones de actividad siguen siendo favorables, los precios de los commodities se han estabilizado a niveles más elevados que los proyectados. El precio del cobre, del petróleo y sus derivados, la celulosa, la harina de pescado, el molibdeno y también los granos se han elevado. Señala que el precio de la gasolina, en particular, se ha elevado alrededor de un 20%, y que el alza que han registrado los precios de los granos amenaza con afectar a toda la cadena alimentaria que depende de él, por un período que podría ser más persistente que en el pasado. Le parece que es cierto que se trata de un *shock* de oferta, pero la persistencia del mismo está en duda.

Indica el señor Consejero que a raíz de lo anterior, la inflación subyacente IPCX1 proyectada a junio próximo contempla una variación que es medio punto superior a lo previsto en enero. Las proyecciones de otros componentes del IPC han registrado correcciones de menor intensidad, particularmente, por la incidencia de la reducción que ha experimentado la





## BANCO CENTRAL DE CHILE

tarifa de la locomoción colectiva en relación a nuestras expectativas, pero cree que esto sin duda podría cambiar durante nuestro horizonte de proyección, debido al alza que ha experimentado también un insumo muy importante como es el petróleo diesel.

En suma, señala el Consejero señor Desormeaux, los aumentos de precios de los alimentos y de los combustibles derivados del petróleo han elevado nuestras proyecciones de corto plazo o inflación, lo que resulta más significativo si se excluye la reducción que ha experimentado la tarifa de la locomoción colectiva. Agrega que la mayoría de las medidas de inflación de tendencia corroboran esta percepción. A ello se suman otros elementos de riesgo que se abordarán en el Informe de Política Monetaria de mayo, como es la incertidumbre sobre la real dimensión de las brechas de capacidad de la economía.

En vista de estos desarrollos, cree que es prudente acumular mayores antecedentes acerca de la real persistencia de estas presiones de costos así como disponer de las proyecciones de más largo plazo, que surgirán de la elaboración del Informe de Política Monetaria de mayo antes de revisar el nivel de la tasa de política monetaria. En su opinión, ello permitirá reevaluar y actualizar nuestro escenario central.

Por lo anterior, señala que vota por la mantención de la tasa de política monetaria en su nivel actual.

El Vicepresidente señor José De Gregorio, señala que la decisión que enfrentamos hoy es particularmente compleja por dos razones. En primer lugar, cree que es necesario analizar la coherencia de la decisión de política monetaria respecto a nuestra meta de inflación. En segundo lugar, el análisis de esta reunión se ve particularmente afectado por lo que ha sido nuestra estrategia comunicacional.

Señala el señor Vicepresidente que como punto inicial, debemos analizar la evolución de la coyuntura respecto a nuestro escenario base y por sobre todo, respecto al sesgo que señalamos en nuestro último comunicado, de acuerdo al cual "de atenuarse los riesgos inflacionarios y consolidarse el escenario central del último Informe de Política Monetaria, en los meses siguientes podría requerirse un impulso monetario algo mayor". Agrega que respecto al escenario base, cabe señalar que tal como lo destaca la Gerencia de División Estudios en su síntesis del mes, "las noticias del último mes dan cuenta que en su conjunto para el primer trimestre, tanto la actividad como la inflación, se ubican en línea con lo esperado en el escenario central del Informe de Política Monetaria de enero".

Hace presente el Vicepresidente señor De Gregorio que efectivamente, con la información disponible hoy la inflación del IPC se ubica levemente por debajo de lo esperado, aunque fundamentalmente por efecto de la caída producto del Transantiago y un IPC que suma dos décimas por sobre lo proyectado, aunque revirtiendo aproximadamente la mitad de las sorpresas del IPCX1 del mes de enero.

En términos de actividad, un primer mes de enero más lento que lo previsto, fue en parte compensado por una aceleración en el mes de febrero, que hace prever que el trimestre estará en torno a lo proyectado o algunas décimas por debajo. Cree que resulta explicable entonces, la reacción de los analistas de las noticias del Imacec, quienes tenían expectativas más negativas, respecto a la evolución de la actividad durante este año y recién ahora la están subiendo. Sin embargo, los últimos registros del Imacec son coherentes con nuestro escenario base y a su vez, coherentes con nuestras proyecciones de inflación, lo cual obviamente implica que no es indicación que debamos validar las expectativas de tasa de política monetaria de los analistas.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Le parece que hacia delante, si bien se sigue previendo una inflación que estará varios meses debajo de nuestro rango meta, se espera hacia el tercer trimestre de este año, que el IPCX1 sea algunas décimas más alto que el previsto en meses previos, en particular, en el Informe de Política Monetaria, pero aún por debajo del 3%.

Menciona también que las decisiones de tasa de los últimos meses se han basado más en enfatizar los riesgos de la inflación que la predicción del escenario central y es por ello que es necesario revisar estos riesgos, que ciertamente existen, pero que se han atenuado. En primer término, la sorpresa del mes de enero se revirtió parcialmente. En segundo lugar, la discrepancia entre la inflación de bienes y servicios se ha reducido y, más aún, la revisión más cuidadosa, aunque todavía preliminar que se ha examinado durante el último mes, muestran que esto no es un fenómeno inusual y tampoco sería un buen predictor de presiones inflacionarias; y, por último, la revisión de los costos laborales muestra un descenso en los laborales unitarios y un aumento moderado en el costo de la mano de obra, que en algo, parcialmente, confirman las cifras de la Asociación Chilena de Seguridad aunque aún sin entender bien los registros del Índice de Remuneraciones.

Asimismo menciona que existen igualmente riesgos de mayor inflación. El precio del petróleo ha aumentado aunque a niveles moderados, y se observa un aumento en el precio de los granos que podría tener algún impacto sobre la inflación. Sin embargo, la evidencia muestra que estos aumentos ya estarían parcialmente absorbidos. Con todo, cabe destacar que tanto el precio del petróleo así como el precio de los granos corresponden a *shock* de costos con impacto acotado, por lo tanto, es esperable incluso en este escenario de riesgo, una reversión de su impacto inflacionario en el horizonte de política así como su propio efecto estabilizador por el lado de la actividad. Indica que más aún, es esperable que la inflación del precio de los granos no tenga una persistencia muy elevada, por cuanto se trata de bienes con mayores posibilidades de respuesta de oferta, que por ejemplo en el caso del petróleo.

Comenta el señor Vicepresidente que en materia de riesgo inflacionario, es decir, aquello distinto de la evolución tendencial en nuestro escenario central, es importante destacar los que vienen por el lado de la demanda, que impactan los costos y tienen efectos más duraderos por el lado de la inflación. A este respecto, señala el señor Vicepresidente que tal como ya señaló, por el lado de los costos laborales si algo hay es la posibilidad que resulte en una reducción de presiones inflacionarias, aunque a su juicio, no en una magnitud significativa para modificar sustancialmente el escenario base.

Por otra parte, indica que se observa cierta reducción en los márgenes del sector comercio, aunque partiendo a niveles elevados, lo que no indicaría que se están conteniendo presiones inflacionarias producto de menor rentabilidad. Agrega que esta misma evolución, es confirmada por las medidas indirectas basadas en razones de índices de precios. En consecuencia, estima que hay algunos riesgos acotados por el lado inflacionario, pero es importante enfatizar que ellos son, principalmente, factores de oferta y por el lado de la demanda son menores, probablemente balanceados a la baja. Por lo tanto, a su juicio, se estaría validando la convicción anunciada el mes pasado para permitir un mayor impulso monetario y tal vez, lo más adecuado sea bajar la tasa en 25 puntos base y alternativamente se podría mantener un sesgo expansivo. Sin embargo, le parece que sería razonable abandonar dicho sesgo por razones de realismo, si no hay una baja de la tasa de política monetaria con la evidencia que hemos acumulado hasta ahora. Agrega que no cree que en el corto plazo se tenga evidencia que pueda generar una mayoría por baja de tasa en el futuro. En consecuencia, la probabilidad que ocurra un relajamiento es cada vez menor. Sin embargo, le parece necesario advertir, en todo caso, que con una atenuación de los riesgos inflacionarios y una confirmación del escenario base del Informe de Política Monetaria será muy difícil explicar

24





BANCO CENTRAL DE CHILE

porqué no solo no se bajó la tasa sino que además se quitó el sesgo y podría dar la impresión que la baja del mes enero fue un error, como ya algunos afirman, o un *hyper finetuning*.

Asimismo, estima necesario señalar que es probable que a raíz de la revisión detallada de nuestras proyecciones en la elaboración del próximo Informe de Política Monetaria, ello nos lleve a tener un sesgo neutral, con un escenario de mantención de tasa por algunos meses consistente con alcanzar una proyección de inflación en torno a 3% en dos años. Agrega que tal como se discutió ayer, esto no significa una confirmación de que lo más adecuado haya sido mantener la tasa en los últimos tres meses, por cuanto el objetivo se ha desplazado en cuatro meses y en los meses previos, se habrían acumulado pérdidas de producto.

En todo caso, el Vicepresidente señor José De Gregorio señala que considera que 25 puntos base no hará una gran diferencia y, que con el propósito de clarificar nuestra comunicación con el mercado, se sumará a la mayoría y se reserva el derecho de reducir a un máximo sus apreciaciones en la Minuta que se elaborará de esta reunión.

El Presidente señor Vittorio Corbo, señala que el entorno externo global mejora en el margen. El crecimiento se fortalece fuera de los Estados Unidos de América, a pesar del progreso en la desaceleración del crecimiento en la principal economía del mundo. Los precios de los productos primarios retornan una tendencia al alza, la volatilidad de los mercados financieros se reduce y las primas por riesgo de países emergentes descienden a niveles que se transforman en récord históricos. Agrega que los principales riesgos que enfrenta en el corto a mediano plazo este muy favorable escenario, son el comportamiento del crecimiento en Estados Unidos de América de la inflación en ese país y en la zona Euro. Señala el señor Presidente que este escenario externo es más favorable en el margen para Chile, con excepción del aumento reciente en el precio del petróleo.

Menciona que en la economía interna, el crecimiento del primer trimestre muestra un importante aumento. Por el lado de la demanda, el consumo habitual crece con relativa fuerza desde hace varios trimestres, mientras el consumo durable después de un débil mes de enero tuvo un importante repunte en el mes febrero. Por su parte, indica que el dinamismo del consumo privado se apoya en un empleo asalariado, que continúa aumentando a tasas que ahora vuelven a superar el 4% anual, en salarios que crecen a tasas reales en torno al 3% anual y en el mantenimiento de condiciones financieras favorables. En lo que se refiere a la inversión, la recuperación iniciada en el cuarto trimestre del 2006 sigue su curso. En particular, las importaciones de bienes de capital tuvieron un alto crecimiento en marzo. La expansión de la inversión se apoya en buenas rentabilidades de las empresas y también en las favorables condiciones financieras internas. En paralelo, los valores de las exportaciones no mineras siguen creciendo a tasas elevadas. Indica el señor Presidente que hasta ahora, los datos de crecimiento han estado en línea con lo que se proyectaba para el primer trimestre, en el último Informe de Política Monetaria.

Agrega que el buen escenario externo y, en particular, el repunte en el precio del cobre anticipan una situación fiscal más expansiva el 2008, que debiera seguir apoyando el crecimiento.

En cuanto a la inflación, la del IPC del primer trimestre estuvo en línea con la proyectada en el Informe de Política Monetaria mientras que la inflación del IPCX1 fue marginalmente mayor. Sin embargo, señala que en este frente han surgido noticias que pueden terminar alterando el escenario central presentado en el último Informe de Política Monetaria en

4





los trimestres próximos. Indica que entre éstas hay que destacar el efecto final que pueda tener en los precios internos, de mantenerse el alza en los precios de los combustibles, los pronunciados aumentos en los precios de los granos y los aumentos sostenidos en las remuneraciones, aunque está por verse sus efectos en los costos de la mano de obra. Menciona el Presidente señor Corbo, que estos factores pueden terminar generando efectos de primera y segunda vuelta en la inflación futura, que acelerarían la convergencia de la inflación al 3%. En paralelo, le parece que las expectativas de inflación a uno y dos años plazo aumentaron llegando a valores que bordean el 3%.

Comenta el señor Presidente que con expectativas de inflación bien ancladas en torno al 3%, con una economía que retoma su senda de crecimiento, con factores adicionales que debieran contribuir a sostener tasas de crecimiento sobre el 5% anual y con presiones inflacionarias que podrían acelerarse, la convergencia de la inflación al 3% también se aceleraría.

En contraposición a lo señalado, el reducido aumento en los costos unitarios del trabajo y los bajos registros proyectados para la inflación del IPC en los próximos meses, pueden terminar reduciendo las proyecciones de inflación para los próximos trimestres, alejando la convergencia de la inflación al 3%. En su opinión, el primer factor es más importante que el segundo y el momento más adecuado de reevaluar las proyecciones de inflación es en el Informe de Política Monetaria de mayo.

En estas circunstancias, el Presidente señor Vittorio Corbo, señala que le parece que lo más adecuado es mantener la tasa de política y establecer un sesgo neutral para el futuro de la política monetaria, para así poder analizar cómo los nuevos desarrollos afectan las proyecciones de inflación.

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

106-01-070412 – 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.

#### 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. El precio del cobre ha vuelto a aumentar con fuerza y se ubica considerablemente por encima de lo contemplado en el escenario central del último Informe de Política Monetaria. Los precios del petróleo y sus derivados, especialmente la gasolina, han subido y se ubican por sobre lo proyectado. Los precios de otras materias primas también han aumentado.

24



La información disponible sigue dando cuenta de un aumento del dinamismo de la actividad interna, en línea con lo previsto en el último Informe. El empleo asalariado continúa aumentando y las condiciones financieras internas siguen favorables.

La inflación del IPC se ubica algo por debajo de 3%, similar a lo proyectado. Esto es resultado de cambios en el nivel de precios por la puesta en marcha del Plan Transantiago, un mayor precio de los combustibles respecto de enero y una inflación subyacente IPCX1 (que excluye combustibles, perecibles y algunos servicios regulados) levemente mayor que lo previsto. Esto último, en parte influido por el mayor precio internacional de algunos granos. Medidas alternativas de la tendencia inflacionaria no muestran cambios relevantes. Los costos laborales siguen contenidos y las expectativas de inflación se ubican en torno a 3%. El conjunto de antecedentes anteriores sugiere que la inflación anual disminuirá durante los próximos meses con menos intensidad que lo proyectado en el último Informe.

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 BRAÑES  
Ministro de Hacienda



JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR  
Ministro de Fe (S)

24