



## BANCO CENTRAL DE CHILE

### ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 107 celebrada el 10 de mayo de 2007

---

En Santiago de Chile, a 10 de mayo 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 Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;  
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 noviembre de 2007, para el día 13 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, señala que el escenario internacional continúa favorable, con Europa y Asia compensando la debilidad que presenta la economía de Estados Unidos de América. Agrega que las tasas de interés de largo plazo, durante el último mes, se muestran estables en Europa y Japón, mientras que en Estados Unidos de América han tendido a caer por efecto, especialmente, de mejores noticias por el lado inflacionario.

Indica el señor Lehmann, que en materia de *commodities* el precio del cobre se mantiene alto, en torno a US\$ 3,70 la libra, muy por sobre lo previsto en el escenario del mes de enero de este año.

Respecto al precio del petróleo, el Gerente de Análisis Internacional indica que luego de ubicarse en cifras en torno a US\$ 65 el barril, éste ha descendido, en lo más reciente, encontrándose hoy en alrededor de US\$ 62 el barril.

En cuanto al precio de la gasolina, señala el señor Lehmann que se encuentra en niveles elevados de refinación, muy por encima de los niveles históricos, contribuyendo a ello una demanda mayor a la prevista en Estados Unidos de América y una ajustada capacidad de refinación también en dicho país.

Señala el Gerente de Análisis Internacional, que en los mercados emergentes se han observado flujos positivos de bonos y acciones. No obstante, existen algunos focos de incertidumbre en las economías europeas, tales como Turquía que es casi europea. Agrega, que también ese fenómeno se presenta en América Latina, referido a situaciones políticas más bien complejas, especialmente en Venezuela y en Ecuador, respecto al Fondo Monetario Internacional y al Banco Mundial, respectivamente.

Respecto a indicadores de actividad y precios en Estados Unidos de América, indica el señor Lehmann que esta semana se tienen cifras que son más bien mixtas, esto es, positivas, fundamentalmente por el lado del ISM manufacturero y no manufacturero y las cifras negativas provenientes del sector inmobiliario. En consecuencia, indica que ha continuado el ajuste en línea con lo anticipado. Agrega que también se presentaron algunas noticias más bien negativas por el lado de creación de empleo, pero en general, ellas son mixtas y positivas, particularmente en el dato de precios, y especialmente en lo referente a CPI subyacente, que fue algo menor de lo que se esperaba y también por el lado de los costos laborales unitarios, cuyo crecimiento en el trimestre fue 0,6%, por debajo de lo que se esperaba e inferior aún de lo que se había observado en el mes anterior, lo que generó un alivio en los mercados financieros en lo referente a potenciales presiones inflacionarias.

Señala el Gerente de Análisis Internacional que durante el mes de mayo de este año, se dio a conocer el PIB de Estados Unidos de América, correspondiente al primer trimestre del año 2007, en donde se destaca la fortaleza del consumo y alguna recuperación que se ha presentado por el lado de la inversión no residencial. Por otra parte, comenta que el gráfico que se presenta da cuenta que el ISM manufacturero y no manufacturero está aumentando, después de que el no manufacturero estuviese bajo los niveles de 50 puntos y que hoy se encuentra en cifras cercanas a 55 puntos, lo que constituye una buena noticia por el lado del sector industrial.

Desde el punto de vista de la inflación, indica que ha habido algunas señales de alivio y eso a propósito del costo laboral unitario, que como se ha destacado tiende a bajar.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

El Gerente de Análisis Internacional menciona que respecto a Europa, las cifras en general han estado en línea con lo esperado. Destaca especialmente que la producción industrial ha sido positiva y agrega que el índice del sentimiento económico y la encuesta de confianza empresarial en Alemania mantienen la fortaleza de otros meses y eso hace prever una evolución hacia el futuro relativamente fuerte. Asimismo, destaca la confianza empresarial, en todas las economías de la Zona Euro, las que han funcionado en forma positiva, especialmente, en el caso de Alemania. También se mantienen, tal como en Estados Unidos de América, preocupaciones por la inflación, no obstante que en el margen se observa que se ha estabilizado, particularmente el IPC subyacente en 1,9%, mientras que el IPC, al menos, el que se anticipa para el siguiente mes, también estaría en la misma cifra, es decir, si bien han tendido a aumentar y en una perspectiva un poco más larga han tendido a estabilizarse, continúa siendo una preocupación importante. En relación a lo anterior, señala que el Banco Central Europeo mantuvo hoy la tasa, sin embargo da señales que para el próximo mes tendría un aumento ligado a las preocupaciones por el lado inflacionario y también, porque las holguras de capacidad han continuado estrechándose.

En cuanto a Japón, manifiesta el Gerente de Análisis Internacional, que los indicadores están en línea con lo esperado. La producción industrial, al menos para el mes de marzo, fue algo menor de lo que se preveía, pero hubo también una revisión al mes anterior. En consecuencia, indica que en términos netos no se presentan novedades muy importantes por el lado de esta economía.

Informa el señor Lehmann que respecto a *commodities*, el precio del cobre tendió a subir durante el último mes. Los futuros también se han mantenido más elevados de lo observado en meses anteriores, y supone una convergencia del precio de largo plazo, promediando US\$ 2,90 para este año, no existiendo cambio respecto a lo observado en otras reuniones. En el caso del petróleo, que está en precios muy similares a lo que observamos hace mes, incluso por debajo de US\$ 1 aproximadamente, la trayectoria que estamos proyectando es la misma que se había sugerido con anterioridad. Sin embargo, señala que al menos respecto a la gasolina, se ha observado que su precio ha aumentado, particularmente a mitad de mes y que después se presentó una reversión, pero en el margen ha aumentado. La baja antes señalada está asociada, fundamentalmente a la reversión parcial que tuvo el precio del petróleo durante las últimas dos semanas y particularmente hoy, que se ha observado nuevamente aumentos en el precio de la gasolina porque los márgenes de refinación volvieron a aumentar y se encuentran en torno a US\$ 22 el barril. Por otra parte, la volatilidad de los precios se encuentra en niveles similares a las cifras históricas.

En términos de probabilidades de recorte de Tasa de Política Monetaria, éstas se han reducido respecto al mes anterior, no obstante se sigue esperando hacia octubre, al menos de manera mayoritaria, un recorte de esa Tasa de 25 puntos base. Las razones de este cambio derivan fundamentalmente de mejores noticias por el lado inflacionario.

En cuanto a las tasas de interés de largo plazo, señala el Gerente de Análisis Internacional, que en Estados Unidos de América han tendido a caer nuevamente, en línea con la idea de menores presiones inflacionarias por el lado de salarios. Por otro lado, las tasas en la Zona Euro se han mantenido estables. En Japón, en general, éstas muestran cierta volatilidad, pero si se observa el final del mes anterior y datos *spot*, en realidad no hay cambios significativos.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

Indica el señor Gerente que en relación a monedas, se aprecia que el dólar ha tendido a depreciarse en los mercados nacionales, siendo éste el cambio respecto a la última Reunión de Política Monetaria del mes de abril. En general, se observan cifras negativas y el multilateral de Estados Unidos de América se ha depreciado en 1% aproximadamente. Agrega el señor Lehmann, que destacan los comportamientos en las economías productoras de *commodities*, Sudáfrica, Canadá y las economías latinoamericanas con fuertes intervenciones; en Colombia, Argentina y Brasil, los movimientos son más acotados.

Respecto a flujos de inversión de economías emergentes, éstos se mantienen positivos, pero han tendido a suavizarse respecto a un mes atrás. Agrega que estas cifras son aún positivas, pero que hoy están especialmente orientadas a acciones y de hecho si uno observa cuál ha sido el comportamiento de las bolsas, éstas han mantenido una trayectoria más bien positiva. Agrega, que en América Latina también han sido positivas. En Europa emergente la información es un poco más errática, más inestable, pero en general, el desempeño resulta positivo y con la intención de inversionistas de mantener posiciones en instrumentos de renta variable.

Por último, acerca de premios soberanos de economías emergentes, indica que éstos se han mantenido relativamente estables, incluyendo el Bono de Chile que, en el margen, ha tendido a caer.

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

El Consejero señor Manuel Marfán consulta cuál es el supuesto de proyección del *crack spread*.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann responde que el modelo que se utiliza proyecta el precio de la gasolina, el que tiene incorporado dentro de ese análisis una cierta elasticidad. Agrega, que el *crack spread* es una combinación entre el precio de la gasolina y precio *heating oil*, por tanto, en realidad no existe una cifra técnicamente asociada a la gasolina, pero implícitamente lo que sugiere es que éste converge a los niveles de largo plazo, en torno a US\$ 7 por barril, y hoy está en torno a US\$ 26. Indica que el modelo ha supuesto que el precio se va a mantener más bien alto, en torno a esos niveles, cayendo marginalmente durante los próximos dos o tres meses, para posteriormente retomar una trayectoria convergente hacia el precio largo plazo de US\$ 7 por barril, hacia fines del año 2009.

En cuanto a la inversión no residencial en Estados Unidos de América, el Consejero señor Enrique Marshall consulta con qué información se cuenta, ya que en algún momento apareció como un tema algo preocupante.

El Gerente señor Lehmann, responde que la inversión no residencial mostró un dato positivo en el primer trimestre del año 2007, por tanto, las inquietudes sobre el particular, que en algún momento fueron importantes, han tendido a disiparse. Agrega que de hecho el dato del primer trimestre de este año, si bien estuvo por debajo de lo que se esperaba en el crecimiento de Estados Unidos de América de un 1,3%, en realidad no generó una excesiva preocupación en los mercados, porque estaba mostrando que el consumo se mantiene sólido y que la inversión no residencial fue positiva, en circunstancias que en el trimestre anterior había sido más bien negativo. En consecuencia, indica el señor Gerente que se ha producido un cierto alivio en ese sentido.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Señala el señor Gerente de Análisis Internacional, que en lo que dice relación al indicador de órdenes de bienes de capital, éste también está mostrando signos de recuperación, por lo que, en ese aspecto, la preocupación de los mercados ha tendido a moderarse.

El Presidente señor Vittorio Corbo manifiesta que, el riesgo sigue siendo Estados Unidos de América; el escenario central se presenta favorable, el riesgo principal es que el ajuste que está teniendo el sector inmobiliario se continúe profundizando. Señala el señor Presidente que todavía no nos hemos referido al piso en el sector inmobiliario y que la preocupación que existía por el lado de la inversión no residencial, muestra una leve recuperación. Indica el señor Corbo que habría que seguir monitoreando este tema y la duda que ha surgido es si los consumidores seguirán impulsando el consumo. Agrega que el escenario central de Estados Unidos de América tendrá un año más débil que el anterior, algo sobre el 2%. Comenta también, que el único punto que surgió en la reunión del Bank for International Settlements, fue la preocupación que mostró el Presidente del Banco Central de China, con respecto al elevado crecimiento del mercado accionario de Shanghai, lo que cree producirá una fuerte corrección en el futuro y señala que es un tema que debe ser considerado. Agrega que en relación a Turquía, existe un problema político, pero también el fenómeno de la Bolsa China puede producir algún impacto.

El Consejero señor Jorge Desormeaux señala que le parece que el problema de China será el de la paridad. En el fondo cree que no son solamente los chinos los que están invirtiendo en la Bolsa, sino también muchos extranjeros que están apostando a que esa moneda se va a revalorar. Agrega el señor Consejero, que quiere hacer una observación respecto a los datos de Estados Unidos de América, señalando sobre esta materia que en el cuarto trimestre del año 2006 y el primero del año 2007 muestran una evolución negativa, pero que ello es el resultado de que se han ido reduciendo inventarios y eso, obviamente, es un abono para que se produzca una recuperación de actividad el segundo semestre.

El Consejero señor Enrique Marshall comenta respecto del mercado hipotecario en Estados Unidos de América, que en semanas anteriores la Reserva Federal, junto con los reguladores y supervisores, efectuó un planteamiento a los bancos, en el sentido de que otorgaran facilidades y tuvieran una actitud de no generar una situación de pánico. Indica el señor Consejero, que lo anterior se publicó en la página web de la Reserva Federal y tiene la impresión de que se ha manejado con bastante prudencia.

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

El Gerente señor Magendzo señala que luego de la inesperada desaceleración del crecimiento del segundo y tercer trimestres del año pasado, la economía recobró el dinamismo a fines del año 2006 y comienzos del año 2007, y se encuentra bien encaminada en el curso de los próximos trimestres a copar gradualmente las holguras de capacidad aún presentes. Indica que el impulso que proveen las políticas macroeconómicas y el favorable ambiente externo apoyan este panorama. Lo anterior, junto a costos contenidos y expectativas de inflación alineadas con la meta, hacen prever que en el escenario más probable, a fines del horizonte de proyección en torno a dos años, la inflación se ubicará alrededor del 3%.

4



## BANCO CENTRAL DE CHILE

Comenta el Gerente señor Magendzo que los antecedentes acumulados en los últimos meses indican que, en lo que va del año 2007, la actividad y la inflación fueron algo mayores que lo esperado en el escenario base del *IPoM* del mes de enero. Algunos de los riesgos identificados en esa oportunidad se han materializado y han surgido otros nuevos. En particular, el precio internacional de las materias primas ha vuelto a aumentar con fuerza, en los casos del cobre y de la gasolina, y con menor intensidad en el caso del petróleo y otras materias primas.

Indica el señor Gerente que el impulso monetario aumentó en el curso del primer trimestre del año 2007, como resultado de la reacción de las tasas de interés a las novedades macroeconómicas, al cambio en la comunicación de las perspectivas sobre el curso futuro de la política monetaria que el Consejo implementó en forma progresiva desde el mes de septiembre del año 2006 y al recorte de la Tasa de Política Monetaria en el mes de enero. Por otra parte, señala que las noticias de actividad e inflación del último mes llevaron a una reversión parcial de esos cambios. Los precios financieros, al cierre estadístico de este *IPoM*, tienen implícito un aumento leve de la Tasa de Política Monetaria en los próximos trimestres. Señala el señor Gerente que las expectativas del mercado para la Tasa de Política Monetaria a fines de este año son de 80 y 30 puntos base menos que en los meses de septiembre y diciembre del año 2006, respectivamente.

Agrega que la estructura de tasas de interés en el mercado financiero nacional, tuvo un ajuste considerable a la baja durante el primer trimestre de este año. Indica que luego de conocidos los datos más recientes de actividad e inflación, se verificó una reversión de estos cambios, especialmente para las tasas de interés de mayor plazo.

El Gerente señor Magendzo destacó también la estabilidad de la economía chilena ante las turbulencias financieras internacionales de fines del mes de febrero. Agrega que en comparación con otras economías emergentes y con episodios pasados, los efectos sobre indicadores como el premio soberano, el índice de precios de las acciones y el tipo de cambio nominal, fueron sustancialmente menores.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Magendzo manifiesta que el peso está, respecto del dólar, en valores nominales cerca de 2% inferiores a los vigentes al cierre del *IPoM* del mes de enero, considerando el promedio de las dos últimas semanas previas al cierre estadístico del *IPoM* del mes de mayo y el de enero de 2007. Esto, no obstante que en los días previos al citado cierre estadístico se verificó una apreciación importante del peso, que lo devolvió a niveles similares a los mínimos del año 2006. Sin embargo, medido con respecto a una canasta de monedas, el peso se ha mantenido relativamente estable, reflejando que el dólar estadounidense se ha depreciado respecto de la mayoría de las monedas relevantes. Por otra parte, el tipo de cambio real tampoco ha mostrado variaciones importantes y se estima que el promedio de éste en las dos últimas semanas es coherente con sus fundamentos de largo plazo y su nivel da cuenta de que el marco de políticas macroeconómicas ha sido capaz de absorber el fuerte incremento de los términos de intercambio, sin generar desequilibrios mayores.

Por otro lado, comenta el señor Magendzo que en el año 2006 el PIB creció 4%, de acuerdo con la nueva Compilación de Referencia de las Cuentas Nacionales. Hace presente que después de una importante desaceleración en el curso del segundo y tercer trimestres, la actividad retomó el dinamismo en el último trimestre del año pasado y el primero de este año. Así, por sobre lo proyectado en el mes de enero, en el primer trimestre del año 2007 el crecimiento anual del PIB se ubicó en valores algo menores de 6%. Señala que sobresale en este resultado el mayor crecimiento de la actividad del comercio y de la minería.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

Indica el señor Magendzo que la tasa de incremento anual de la demanda interna siguió una trayectoria similar a la del PIB durante el año 2006 y comienzos del año 2007. El consumo privado continuó aumentando con fuerza durante el primer trimestre, tanto el habitual como el durable. La formación bruta de capital fijo, como ya se había destacado en el mes de enero, ha retomado dinamismo y muestra buenas perspectivas para el año. En particular, las importaciones de bienes de capital anotaron tasas de crecimiento anual del orden de 15% en dólares corrientes durante el primer cuatrimestre del año 2007. Señala que el catastro de obras de ingeniería del mes de marzo ratificó el dinamismo esperado de la inversión en construcción y obras durante este año.

Comenta el señor Gerente que el cambio en la Compilación de Referencia, desde el año base 1996 al año base 2003, arrojó un crecimiento promedio de la actividad en el período 2004 – 2006, algunas décimas menor que el estimado con anterioridad. Esto, además de la dinámica de la acumulación de capital, lleva a considerar que en el escenario base la tasa de crecimiento anual del PIB tendencial se ubica en torno a 5% para el período 2007-2009. La brecha entre el producto efectivo y de tendencia, tras volverse más negativa en el segundo y tercer trimestres del año 2006, tendió a cerrarse a fines de ese año y comienzos de éste, dada la aceleración en el crecimiento del PIB efectivo.

El mercado laboral continúa dinámico, con un empleo que ha retomado fuerza y una tasa de desempleo relativamente estable, que sigue en niveles bajos, tanto respecto de promedios históricos, como en comparación con un rango de estimaciones disponibles para la tasa natural de desempleo.

Hace presente el señor Gerente que en el escenario base durante el año 2007, el PIB crecerá más que en el año 2006. Lo anterior se basa tanto en condiciones financieras externas e internas que siguen siendo favorables, como en el mayor impulso fiscal. Indica el señor Magendzo que el escenario base considera que el consumo crecerá a una tasa anual similar a la del año 2006. Le parece que no puede descartarse, no obstante, que las favorables condiciones financieras y el bajo desempleo lleven al consumo a crecer más que lo proyectado, lo que podría estar determinando el dinamismo que las cifras del comercio han mostrado en los últimos meses.

El señor Gerente de Análisis Macroeconómico comenta que el escenario base también considera que el mayor impulso fiscal, respecto del año 2006, será uno de los factores detrás del mayor crecimiento proyectado para este año. Además, como supuesto metodológico se considera para el año 2008 que la política fiscal seguirá enmarcada en la regla de superávit estructural, con un valor de referencia del precio del cobre, en términos reales, similar al implícito en el presupuesto del año en curso, lo que está en línea con la evaluación de que los elevados precios actuales no serán duraderos. Agrega que un precio de referencia del cobre para el cálculo del presupuesto significativamente mayor que el descrito, conduciría a una modificación importante del escenario base, pudiendo impactar los niveles proyectados de la inflación y el tipo de cambio real, así como la trayectoria posible de la Tasa de Política Monetaria.

El escenario base considera que el costo de la energía no tendrá aumentos adicionales significativos durante este año y el próximo. Sin embargo, le parece que existen algunos riesgos al respecto. Por un lado, durante los últimos meses se han intensificado los episodios de corte de suministro de gas natural en duración y magnitud. Así, se estima que en el pasado reciente el efecto de este fenómeno sobre la actividad agregada ha sido reducido, pero no es posible descartar que tenga un efecto mayor. Por otro lado, señala el señor Magendzo que en los últimos años se ha acumulado un incremento importante en el costo de la energía eléctrica, principal fuente energética del país, y no puede descartarse que, de subir más

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

que lo previsto, afecte el mayor dinamismo esperado de la actividad y tenga un impacto relevante sobre la inflación y el ingreso disponible de las familias. Menciona que las condiciones hidrológicas que finalmente se verifiquen, son un elemento a considerar en este ámbito.

Agrega que el escenario base además contempla que la entrada en pleno funcionamiento de algunas ampliaciones de capacidad en la producción de productos básicos, principalmente celulosa, favorecerá un mayor crecimiento. Señala el señor Gerente que parte de este crecimiento ya se ha observado en la producción industrial y minera del primer trimestre.

Asimismo, en lo que va del año 2007, la inflación anual del IPC se ha mantenido por debajo de 3%. Sin embargo, la inflación a abril es algo mayor que lo proyectado en el mes de enero, y contiene movimientos inesperados en precios específicos originados por cambios regulatorios y de *shocks* de oferta. Destacó el efecto en el nivel de precios que implicó la puesta en marcha del Plan Transantiago, con una incidencia negativa en la inflación IPC, cercana a medio punto porcentual en el primer trimestre, impacto que no se consideró en el escenario base del mes de enero. Señala que el precio de la gasolina aumentó y se ubica significativamente por sobre lo proyectado, con una incidencia positiva en la inflación IPC comparable a la anterior. La evolución de los restantes precios incluidos en el IPCX en otras tarifas reguladas, precios indexados y algunos alimentos perecibles, no ha sido muy distinta de la esperada a comienzos de año.

Indica que en el primer cuatrimestre, la inflación anual del IPCX1 — que excluye los elementos anteriores — también fue mayor que la esperada. La diferencia se originó, en gran medida, en un crecimiento por sobre lo previsto en los precios de algunos alimentos, lo que está en parte relacionado con el incremento de los precios internacionales.

Por otra parte, las presiones inflacionarias que provienen de los costos laborales siguen acotadas, con costos que siguen creciendo a tasas anuales moderadas y con una aceleración esperada que no se ha verificado plenamente. Agrega que el crecimiento anual de los salarios ha mostrado un aumento gradual, que en los últimos datos se hizo más evidente. Todo esto, en un contexto de rápida reducción del nivel de desempleo en los trimestres recientes.

Hace presente el señor Gerente de Análisis Macroeconómico que el Consejo estima que la inflación IPCX1 seguirá aumentando, hasta acercarse a 3% en el curso del tercer trimestre del año 2007. Por otro lado, la inflación IPC, en gran parte por la base de comparación derivada de los altos precios del petróleo del año 2006 y el efecto en dirección opuesta del Plan Transantiago en el año 2007, descenderá a valores cercanos a 2% durante el segundo y tercer trimestres de este año, para retomar valores en torno a 3%. Agrega que para fines del horizonte de proyección relevante, en torno a dos años, el Consejo proyecta que la inflación total y subyacente se ubicará en 3%.

En lo inmediato, el escenario base contempla que en los próximos meses los precios internos de los alimentos no tendrán cambios significativos respecto de sus niveles del primer cuatrimestre. Estima que a un plazo algo mayor se proyecta que estos precios tendrán una trayectoria similar a la de los externos relevantes, que podrían disminuir moderadamente. Comenta que aunque la incidencia de estos precios en la inflación total por ahora es acotada, existe incertidumbre sobre cuán persistente pueda ser su aumento, y los efectos de segunda vuelta que puedan producir. Señala el Gerente señor Magendzo que, por un lado, el aumento de los precios externos se origina en mayor medida en un incremento de demanda que podría intensificarse en el futuro cercano. Sin embargo, en casos como éste, cambios en la oferta





BANCO CENTRAL DE CHILE

pueden hacer retornar en un lapso acotado los precios a los niveles que tenían previamente. Internamente, además, las condiciones de competencia en los mercados, junto con la evaluación de que se trataría de un fenómeno pasajero, podrían llevar a una compresión temporal de márgenes que acomode los mayores precios, sin generar aumentos mucho mayores que los ya verificados.

Indica que el escenario base, como ya se indicó, supone que el mayor precio del petróleo será persistente, pero no puede descartarse que resulte distinto del previsto. Se suma en esta coyuntura la incertidumbre acerca de la evolución del precio de la gasolina, dado que su margen de refinación se ubica en niveles muy altos y existen dudas respecto de la velocidad a la que retornará a sus promedios históricos. Comenta el Gerente señor Magendzo que si bien el efecto de estos precios en la proyección de la inflación de mediano plazo es acotado, en el corto plazo pueden provocar diferencias importantes respecto del escenario base. Además, en la coyuntura actual, ello tiene una mayor incertidumbre por las dudas que existen tanto del funcionamiento del actual Fondo de Estabilización del Precio de los Combustibles que, en principio, cesa su operación en julio, como de la forma en que los cambios en el precio de los combustibles afectará las tarifas del transporte público, en el nuevo sistema.

A un plazo algo mayor, el escenario base proyecta un cierre gradual de la brecha de capacidad en los próximos trimestres, lo que facilita que la inflación fluctúe en torno a la meta. Le parece que aun así, no puede descartarse la posibilidad de que su nivel actual sea menor que el estimado, o que se cierre más rápido que lo previsto si el crecimiento del PIB es mayor. Ello podría llevar a una convergencia de la tendencia inflacionaria a 3%, algo más rápida que la considerada en el escenario base. Señala el señor Magendzo que este escenario también contempla que el crecimiento anual de los costos laborales y la inflación importada convergerán durante los próximos trimestres hacia niveles coherentes con la meta de inflación de 3%. Sin embargo, podría suceder que no se dé esta convergencia, manteniéndose dicho crecimiento en niveles reducidos, como ha sido la tónica de los últimos trimestres. Indica que también llama la atención la brecha entre la inflación de bienes y servicios, excluidos tanto los precios de los ítems más volátiles, como de los precios regulados. En su opinión, considerando el mayor nivel y persistencia de la inflación de servicios, ello podría provocar un alza de ésta algo más rápida que la proyectada.

Por último, indica el Gerente de Análisis Macroeconómico que el escenario base incorpora como supuesto metodológico que la Tasa de Política Monetaria, dentro del horizonte de proyección, seguirá una trayectoria similar a la que se deduce de los precios de los activos financieros en las dos semanas previas al cierre estadístico del *IPoM* de mayo. Menciona que este es un supuesto de trabajo y no involucra una restricción para la evolución futura de la política monetaria, la que se ajustará dependiendo de cómo evolucionen el escenario macroeconómico y las proyecciones de inflación.

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

Respecto de los Costos Laborales Unitarios, el Vicepresidente señor José De Gregorio señala que le llama la atención que éstos efectivamente aumentan, pero respecto de los indicadores nuevos subyacentes, indica que dos de ellos apuntan hacia la baja y que uno se mantiene.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Igal Magendzo señala que la proyección de crecimiento se sustenta en las favorables condiciones externas, en el impulso que proveen las condiciones financieras, la política fiscal y la entrada en operación de expansiones programadas en algunas industrias, cosa que ya se ha visto también en minería. Agrega que en la proyección, la inflación fluctuará en torno a 3% a partir del cuarto trimestre de 2007, con holguras de capacidad que se cierran en los próximos trimestres y que el crecimiento de los Costos Laborales Unitarios estará alineado con la meta. Todo lo anterior, bajo el supuesto que la Tasa de Política Monetaria se mantendrá por algunos meses, para luego aumentar levemente a un ritmo similar al implícito en los precios financieros prevalecientes, antes del cierre estadístico del *IPoM*.

El Consejero señor Jorge Desormeaux consulta si existe un componente idiosincrásico en el tipo de cambio y de qué magnitud sería. El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, comenta que desde la Reunión de Política Monetaria pasada, el tipo de cambio ha tenido una apreciación bilateral de 3% y una multilateral de 2%.

Respecto al gráfico que muestra el tipo de cambio, el Consejero señor Manuel Marfán consulta si acaso no se deberían excluir todas las economías con base dólar y en consecuencia, también debería excluirse a China, que en la práctica está pegada al dólar.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Igal Magendzo indica que elaborarán un gráfico que excluya China. El Presidente señor Vittorio Corbo señala que agregaría una columna adicional informativa, en que se omita ese país para efectos de comparación.

El Gerente de Mercados Financieros señor Beltrán De Ramón comenta que se referirá a los aumentos de tasas. Manifiesta que en el gráfico que se presentó, se aprecia un alza muy pronunciada. Agrega que en el Informe del Fondo Monetario se menciona este fenómeno. En virtud de lo anterior, las expectativas del mercado en general están todas convergiendo al 3% o levemente bajo esa cifra. En su opinión, en los próximos doce meses existirán entre dos y tres alzas y en consecuencia, se estaría llegando muy cerca de la tasa neutral. Por otro lado, si se consideran los BCP se podría estimar que en los próximos 18 meses se producirían cuatro alzas de Tasa de Política Monetaria, y si se continúa hacia delante esta tasa estaría llegando aproximadamente al 7%, en un horizonte a diez años. Comenta que esta situación en un horizonte de inflación cuya expectativa es de 3%, le da la impresión que se estaría en presencia de una sobre-reacción.

Agrega también el Gerente de Mercados Financieros señor Beltrán De Ramón, que tal como no era razonable que hace algunas semanas atrás el BCP2 estuviera a 4,90, hoy día no parece razonable que esté al 5,55, ya que tal vez debería estar entre 5,25 – 5,30. Destaca lo anterior porque no descarta que también sea una consideración para la caída reciente del tipo de cambio.

El Vicepresidente señor José De Gregorio señala que no le parece adecuado sacar a China de los cuadros ya referidos, porque ha variado muy poco respecto del dólar. Agrega que lo haría cuando fuese relevante, puesto que China y Estados Unidos de América no han tenido movimiento.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Presidente señor Vittorio Corbo solicita al *staff* que se agreguen las columnas correspondientes en el mencionado cuadro para ver si ellas convergen y si se observa que no significa un cambio mayor, se eliminarán. Agrega que es preciso tener una cierta disciplina respecto a los países que se van incorporando o sacando.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que le parece que si una economía tan relevante como la de China está pegada al dólar, y Estados Unidos de América se está depreciando por razones entendibles, pero con esto arrastra una depreciación por malas razones en China, la presión que ejerce sobre las restantes monedas del mundo es mayor. Agrega que tiene la impresión que este asunto es relevante para el Banco Central de Chile y que probablemente cuando vayan al Congreso en unos días más, les preguntarán si están o no más apreciados que otras monedas que realmente flotan. En consecuencia, le parece que las monedas que tienen demasiado parecido a un tipo de cambio fijo con el de Estados Unidos de América, deberían quedar fuera, de manera que se tenga como punto de comparación a los países con políticas económicas similares a las nuestras.

El Presidente señor Vittorio Corbo manifiesta que suscribe el comentario efectuado por el Consejero señor Marfán. Cree que es importante mantener el cuadro en estas circunstancias y que en el intertanto se incluiría una columna adicional.

El Vicepresidente señor José De Gregorio menciona que el tema del tipo de cambio está muy relacionado al tema de competitividad. Cree que debe tenerse cuidado porque China desde el punto de vista de competitividad es el mayor componente de las amenazas en el mundo en esta materia. Manifiesta que su única duda sería que se saque a China de este cuadro porque está pegado al dólar.

El Consejero señor Manuel Marfán desea manifestar que a su parecer la pregunta de fondo es, si la apreciación que se está observando del peso en este último tiempo es un fenómeno chileno o no. Agrega que frente a esa pregunta, la respuesta sería analizar qué es lo que está pasando en otros países que tienen una política económica similar a la nuestra.

El Vicepresidente señor José De Gregorio indica que está de acuerdo con el Consejero señor Manuel Marfán. No obstante, señala que para él es muy fuerte lo que muestra el gráfico de Latinoamérica y en especial lo que sucede en Perú y Colombia. Menciona también que eso constituye para él uno de los aspectos más significativos de la coyuntura internacional respecto a lo que está pasando, y destaca que países que tienen *shocks* de términos de intercambio muy inferiores al nuestro se fortalecen. Piensa que está bien poner una columna con un índice, pero él está resaltando las cosas que le parecen sustanciales, más allá de los índices bilaterales.

El Gerente de División Política Financiera señor Pablo García indica que quiere efectuar un comentario respecto a lo señalado por el Gerente de Mercados Financieros Nacionales señor Beltrán De Ramón. Señala que a su parecer el tema cambiario tiene dos formas de enfrentarse. La primera, es preguntarse qué es lo que explica los 8 pesos que hemos visto las últimas dos semanas y toda la crisis en torno a eso, esto es, qué es lo que explica el nivel actual, y si es coherente con los fundamentales y, en segundo lugar, si esto nos preocupa o no.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

Agrega el señor García que en su opinión no debe usarse el primer planteamiento para tratar de argumentar lo segundo. Le parece que esta discusión es coyuntural, probablemente relacionada con lo que mencionó el Gerente señor De Ramón en el sentido que existiría una especie de sobre-reacción. Piensa que la sobre-reacción no está asociada al cambio de portafolio entre peso y UF, sino que la sobre-reacción se origina de una perspectiva de más crecimiento que levanta la tasa neutral que aprecia el tipo de cambio.

Al respecto, el Presidente señor Vittorio Corbo considera que, más que eso, se trataría de una sobre-reacción del mercado que cree que la inflación se escapó. Manifiesta que corresponde ser muy cuidadosos puesto que el mercado está leyendo más inflación que la que aprecia el Banco Central de Chile.

El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés señala que le parece acertado incluir más columnas respecto del tipo de cambio, e incluir todas las variedades posibles, pero hay que pensar en forma más comunicacional respecto del tipo de cambio multilateral. Estima que muy pocos analistas lo entienden.

El Consejero señor Manuel Marfán señala lo que le parece relevante frente a los movimientos de tipo de cambio que generan discusión pública y preocupación. Indica que es conveniente resolver si se trata de un fenómeno idiosincrásico chileno, o de algo que responde más bien a fuerzas internacionales. Lo anterior, en razón a que por el tamaño de Chile resulta más difícil defenderse de lo segundo, que de lo primero. Le parece que no hay que descartar nada, pero que la idea no es manipular la discusión, señalando que es algo que está sucediendo en todas partes. Indica el señor Consejero que él tiene una explicación alternativa, que solicita no incluir en la Minuta y que es mucho más idiosincrásica, que consiste en que a su parecer, esta brecha que se está viendo hace algunos meses entre el IPC de bienes y servicios, se parece mucho a una brecha entre transables y no transables. Frente a lo anterior, existen dos opciones para cerrar esa brecha. La primera, es que no haya una apreciación y, por lo tanto, sea más bien anticipo de una mayor inflación, que es una hipótesis posible. La segunda, es que el movimiento del tipo de cambio valide esa brecha con una apreciación, que es lo que ocurrió el año 2003, situación en la cual, frente a una misma brecha no se validó a través de una mayor inflación, sino que a través de una brusca apreciación. Agrega que ese no sería un fenómeno internacional, por lo que tiene la impresión de que es relevante saber frente a escenarios alternativos próximos, si lo que está pasando en el mercado cambiario es un fenómeno chileno y cuánto de ello es el reflejo de lo que también se está viendo en otras partes.

El Gerente de División Estudios señala, que desea comentar como antecedente adicional sobre el gasto público, el anuncio que se efectuó el 9 de mayo y que todavía no resulta posible procesar porque no se conoce la oportunidad de implementación. Indica que, aparentemente es coherente con la regla fiscal vía el uso de los intereses, pero macroeconómicamente relevante. Agrega el señor Valdés, que los anuncios totales del 21 de mayo del año 2006 eran de US\$ 130 millones y los anuncios a que se refiere son muy superiores, la mitad en regiones y la mitad en Santiago y equivale a algo menos de medio punto del PIB. Menciona, que en el extremo, si se construyeran paraderos del Plan Transantiago mañana, eso tendría un efecto macroeconómico mayor. Por otra parte, si ello se efectúa lentamente en varios años, es otra historia. Señala que le parece que es un tema que debe analizarse.



BANCO CENTRAL DE CHILE

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.

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 107.

Se deja constancia que ingresa a la Sala el señor Ministro de Hacienda don Andrés Velasco Brañes.

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 indica que en la Reunión de Política Monetaria de abril, el Consejo acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 5% anual, luego de igual decisión en febrero y marzo. Señala que en la decisión se consideró que el conjunto de antecedentes disponibles sugería que la inflación anual disminuiría durante los próximos meses con menor intensidad que lo proyectado en el último *IPoM*. Hasta ese momento seguía aumentando el dinamismo de la actividad interna, en línea con lo previsto en el último *IPoM*, y la inflación del IPC se ubicaba algo por debajo de 3%, similar a lo proyectado. Esto último conjugaba el efecto de la puesta en marcha del Plan Transantiago, un mayor precio de los combustibles respecto de enero y una inflación subyacente IPCX1 levemente mayor que lo previsto. Señala el señor Valdés que el comunicado respectivo quitó todo sesgo para la trayectoria futura de la Tasa de Política Monetaria.

Señala el señor Valdés, que desde la reunión anterior, las principales novedades son las siguientes:

- En el lado externo, el escenario continúa favorable, con Europa y Asia compensando la debilidad de Estados Unidos de América. Las tasas de interés de largo plazo se muestran estables en Europa y Japón, mientras que en Estados Unidos de América han tendido a caer, respondiendo principalmente, a noticias que apuntan a menores presiones inflacionarias. El dólar ha continuado depreciándose en términos multilaterales, acumula más de 4% con respecto al *IPoM* de enero.
- Menciona el señor Valdés que el precio del cobre ha aumentado a niveles en torno a US\$ 3,60-3,70, muy por encima del escenario de enero, y excediendo los niveles de los últimos dos meses. El precio del petróleo también se ha mantenido elevado, luego de aumentos mucho más moderados que los del cobre, mientras las gasolinas siguieron aumentando, hasta niveles muy por encima de lo que indicaría un margen de refinación histórico.
- En el mercado financiero interno, el cambio más notorio fue la reacción al alza de las tasas de interés de mercado, principalmente las de mayor plazo, que en otras oportunidades parecen haber sobre-reaccionado, y a la baja del tipo de cambio, luego de conocidas las noticias de actividad e inflación. Los agregados monetarios continúan creciendo a tasas elevadas y el crecimiento del crédito sigue una leve moderación. Los mercados y los analistas asignan ahora, con alta probabilidad, una mantención de la Tasa de Política Monetaria por algunos meses, con leves aumentos posteriores.



BANCO CENTRAL DE CHILE

- El crecimiento de la actividad aumentó significativamente en marzo, por encima de lo proyectado. Ello deja el crecimiento del primer trimestre algo por encima de lo previsto en el *IPoM* de enero, en parte influido por novedades en sectores de recursos naturales. La encuesta de analistas da cuenta de una revisión al alza relevante para el crecimiento del año.
- Agrega el señor Gerente de División mencionado que la inflación de abril sorprendió al alza. En ello influyó un mayor *IPCX1*, explicado por el comportamiento del rubro salud y, al igual que en meses anteriores, por aumentos mayores que lo previsto en alimentos. Adicionalmente, hubo una importante contribución de los combustibles. Con ello, e incluso tomando en cuenta el efecto del Plan Transantiago, la inflación *IPC* a abril se ubica algo por encima de lo proyectado en el *IPoM* de enero. El *IPCX1* a abril supera por 0,65 punto porcentual las proyecciones de enero.
- Hace presente el Gerente de División Estudios, que el ritmo de creación de empleos volvió a intensificarse en el último mes. Agrega que a las alzas que ha mostrado el Índice de Remuneraciones por Hora, ahora se suma el Costo de la Mano de Obra, que ha comenzado a aumentar su tasa de crecimiento. Con todo, los costos laborales unitarios continúan contenidos, debido al aumento de la productividad medida. El análisis de los microdatos apoya la idea de que la discrepancia entre el Índice de Remuneraciones por Hora y el Costo de la Mano de Obra es un tema de ponderadores de los índices.

Menciona el señor Valdés, que las proyecciones preparadas para el Informe de Política Monetaria de mayo consideran que, en el escenario base, la actividad crecerá por encima del potencial en este año y el próximo, 5,7% y 5,5%, respectivamente, cerrando la brecha de capacidad gradualmente durante los próximos trimestres. Las favorables condiciones externas, el impulso que proveen las condiciones financieras internas y la política fiscal, así como la entrada en operación de expansiones programadas en algunas industrias, apoyan este mayor crecimiento. Señala el Gerente de División, que la demanda interna crecerá en torno a un punto porcentual más que el PIB. La inflación disminuirá durante este trimestre y el próximo, principalmente por efecto base de comparación, aunque menos que lo proyectado en enero. Posteriormente, el cierre de las holguras de capacidad, el crecimiento de los costos laborales unitarios alineado con la meta y una inflación externa en dólares que modera su aumento llevan a proyectar que la inflación fluctuará en torno a 3% a partir del cuarto trimestre del año 2007. Indica, que todo esto ocurriría bajo el supuesto de mantención de la Tasa de Política Monetaria por algunos meses, para luego aumentar levemente, a un ritmo similar al implícito en los precios financieros prevalecientes antes del cierre estadístico del *IPoM*.

Indica el señor Gerente de División que con los antecedentes disponibles, es difícil justificar una opción distinta a la de mantener la Tasa de Política Monetaria en esta reunión.

De manera similar a como se discutió en septiembre del año 2006, un ejercicio completo de proyecciones de corto y mediano plazo provee poco espacio para argumentar en favor o en contra de opciones distintas a la trayectoria de la Tasa de Política Monetaria implícita en esas proyecciones, en particular cuando ese supuesto es de mantención. En esta oportunidad, el supuesto de que la Tasa de Política Monetaria se mantiene por algunos meses, para luego tener alzas leves o graduales, deja poco espacio para considerar alternativas a la mantención. El argumento considerado en las últimas reuniones, basado en que un recorte de la Tasa de Política Monetaria permitiría adelantar el cierre de brechas de inflación, respecto de 3%, y de actividad, respecto del PIB tendencial, ha perdido toda relevancia con el cambio de escenario central. La actividad ha retomado un dinamismo incluso mayor al proyectado con anterioridad, el *IPCX1* ha sorprendido al alza y las medidas de tendencia inflacionaria no dan cuenta de una disminución.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

También cabe señalar, que desde el punto de vista del análisis de riesgos, aquéllos que podían haber justificado un recorte de tasas en los últimos meses, parecen haberse mitigado en lo más reciente. En particular, el crecimiento de los salarios medidos por los Costo de la Mano de Obra ha comenzado a aumentar, atenuando el riesgo de que los aumentos de costos sean muy reducidos. El nivel que alcanza el desempleo apoya esa evaluación. La compensación inflacionaria de un año en un año, que se ubicaba por debajo de 3%, hoy se ubica en torno a la meta. Por último, señala el señor Valdés que el escenario de inflación especialmente reducida que se esperaba para el corto plazo, que podría influir en expectativas de inflación a la baja, es ahora poco probable. Por su parte, los riesgos de inflación a la baja, dados por una eventual continuación de la evolución reciente que ha tenido el tipo de cambio, o porque podría darse ante una reversión rápida del precio internacional de combustibles y alimentos, no parecen suficientes para justificar una acción de política preventiva.

De otro lado, manifiesta el señor Gerente de División que algunos de los riesgos al alza de la inflación que se analizaron en los últimos meses son ahora parte del escenario central, en particular los *shocks* de oferta ligados a los mayores precios de alimentos y de combustibles. Otros riesgos inflacionarios al alza, como la discrepancia entre la inflación de bienes y servicios, y eventuales efectos de segunda vuelta de mayores precios de algunos *commodities*, siguen presentes, pero son acotados, por lo que no justifican adelantar aumentos de la Tasa de Política Monetaria. Por su parte, las consecuencias para la política fiscal del próximo año y para el desempeño macroeconómico del país de una eventual revisión significativa del precio de referencia del cobre, o de eventuales nuevos gastos, son un riesgo relevante, pero aún lejano en el tiempo. Finalmente, indica el señor Valdés que a lo anterior se suma un riesgo de menores brechas en los próximos trimestres, aunque también es prematuro ponderarlo para la decisión de hoy, dado que está influido de manera considerable por datos de un solo mes.

Por último, cabe destacar que prácticamente la totalidad de los analistas y participantes del mercado espera que se mantenga la Tasa de Política Monetaria en esta reunión, por lo que no cabe esperar cambios en los precios financieros clave si se decide por esta opción.

El Presidente señor Vittorio Corbo ofrece la palabra para comentarios.

El Gerente de Investigación Económica señor Klaus Schmidt-Hebbel señala que desde la Reunión de Política Monetaria de abril, se han producido significativas novedades en la economía mundial y local, que han intensificado la tendencia expansiva observada desde comienzos de año. La gran mayoría de estas novedades apuntan a un escenario de mayor crecimiento y de mayor inflación en Chile, en los siguientes 24 meses.

En cuanto a precios de *commodities*, indica el señor Schmidt-Hebbel que sorprende que continúe al alza el precio del cobre, que ha llevado a corregir las proyecciones del precio promedio del metal en 14% para el año 2007 y 12% para el 2008, lo que constituye un significativo cambio, con importantes implicancias para el gasto permanente del Gobierno a partir del año 2008. Agrega, que este hecho ha contribuido a la moderada apreciación cambiaria, nominal y real, observada desde la Reunión de abril, a lo que se agrega un pequeño aumento en el precio del petróleo, que ha llevado a corregir en 2% la proyección del precio promedio, tanto para el año 2007, como para el año 2008. Asimismo, los *shocks* de precios internacionales de granos se han reflejado en los precios domésticos de los alimentos.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

Señala el señor Gerente que en lo que respecta a la economía doméstica, ha sorprendido la fortaleza de la demanda agregada y del producto. El aumento en la proyección de crecimiento de la demanda interna, desde hace un mes a la fecha, es de 0,7% para el año 2007 y de 0,7% para el año 2008 y la corrección de la proyección del PIB es de 0,2%. Menciona también, que confirma este escenario el sorprendentemente vigoroso crecimiento del empleo total y asalariado, así como los aumentos de los índices de costo de la mano de obra y de remuneraciones, este último creciendo a la tasa más elevada observada en una década. Agrega, que de la misma manera sorprende este mes el comportamiento de la inflación, con novedades en varias categorías de inflación subyacente y no subyacente. Todo ello confirma un panorama diferente al de abril recién pasado y muy distinto al escenario base del *IPoM* de enero, particularmente para las proyecciones de inflación y las implicancias de política monetaria.

Como resultado de las novedades descritas, indica el señor Gerente, el actual escenario base del *IPoM* de mayo proyecta una inflación del IPC en 12 meses que estaría en torno a 2% en los siguientes 4 meses, pero ya se encuentra en un 3% en el cuarto trimestre de este año. Para los años 2008 y 2009, la inflación proyectada, en cualquiera de sus medidas, se ubica en torno a la inflación meta. Ello es congruente con un aumento de la brecha de producto, definida como la diferencia entre producto efectivo y producto tendencial, de 1,1 puntos porcentuales en los siguientes 24 meses, hacia el término del horizonte de política.

Agrega el señor Gerente de Investigación Económica, que también es coherente el escenario base del *IPoM* con la proyección del perfil futuro de la Tasa de Política Monetaria, que implica alcanzar un nivel proyectado de la tasa de política de 5,4% en 12 meses más y de 5,8% en 24 meses más. Con todo, el actual escenario de proyecciones del Banco Central de Chile, explícito en el *IPoM* de mayo, es muy coherente con las proyecciones de mercado y la Encuesta de Expectativas Económicas. Comparte el señor Gerente la opinión de los analistas y el mercado, respecto de proyecciones similares en crecimiento, inflación y visión general de la política monetaria, a diferencia de la situación de intensa disonancia cognitiva observada en enero de este año. Agrega que, siendo virtualmente inevitable la mantención de la Tasa de Política Monetaria en 5% en el día de hoy, cabe considerar la forma de comunicar al mercado la visión del Banco Central de Chile sobre su política futura. Al respecto, quiere contrastar la práctica habitual de algunos bancos centrales que se limitan a publicar su visión de política futura, a través de la selección de adjetivos relativos a la mayor o menor similitud con las curvas de mercado, con la exitosa experiencia de tres bancos centrales que publican sus proyecciones de tasas, evitando las ambigüedades y los malentendidos, como los que se han observado localmente en meses recientes.

El Gerente de División Internacional señor Esteban Jadresic, indica que durante el último mes se ha hecho un análisis bastante intensivo de la coyuntura y del ejercicio de preparación del *IPoM* y ese ha llevado al Banco Central de Chile a una revisión significativa del escenario de inflación y del crecimiento previsto, en comparación incluso, al que se estaba previendo hace sólo un mes. Hasta entonces agrega, las revisiones eran mínimas e incluso ambiguas. Ahora en cambio, producto de todo este análisis se está hablando de una revisión significativa que se refleja, claramente en las proyecciones para este año que muestran una revisión al alza del crecimiento desde 5,4% a 5,7%, y de la inflación de 2,3% a 2,8%. Señala el señor Jadresic que ha habido un cambio importante en el escenario central, en particular lo que se refiere a esperar ahora una mayor inflación y crecimiento en el corto plazo y este cambio es, a su juicio, justificado a la luz de los antecedentes que se tuvieron durante el último mes particularmente de actividad y en menor medida de precios y costos. También, cree que se justifica en parte por los desarrollos observados en la economía mundial, los cuales apuntan a





BANCO CENTRAL DE CHILE

un escenario de crecimiento más consolidado, con presiones financieras algo más ventajosas y especialmente, lo más importante, precios del cobre, gasolinas y alimentos, más altos que los considerados con anterioridad.

Menciona el señor Gerente de División, que estos elementos en conjunto apuntan a un mayor aumento del crecimiento y la inflación. Agrega que al preguntarse cómo debe reaccionar la política monetaria ante este cambio de escenario, señala que esto depende de cómo se interpreten estas mayores perspectivas de crecimiento de inflación, en particular cuánto de lo que se está viendo y esperando corresponde a *shocks* de oferta y de demanda, y a su juicio, no cabe duda que las sorpresas que se presentaron en este ámbito han estado asociadas, en parte relevante, a *shocks* de oferta, tanto por el lado de la producción de productos naturales, como en los precios de alimentos y combustibles.

Por otro lado, estima el señor Jadresic que es importante considerar que la economía dispone hoy de estabilizadores automáticos, marcos de política y de desarrollo de mercado frente a los *shocks* de demanda y eso queda claramente reflejado en las alzas recientes que se han visto en las tasas de interés, las cuales han subido en forma importante en el último tiempo e incluso, para los próximos trimestres, en términos de expectativas de tasas del Banco Central de Chile, algo por encima de lo que se ha estado considerando como supuesto de trabajo en los análisis y también, se reflejan en un mayor valor del peso que es otro elemento estabilizador frente a estos *shocks* de demanda. Cree el señor Jadresic, que las eventuales presiones de demanda tampoco deben minimizarse, por lo tanto, hay que considerar este elemento para la determinación de la política monetaria.

En ese contexto, agrega el señor Jadresic, que coincide en recomendar la mantención de tasa y adicionalmente, no dar un sesgo particular para movimientos en la tasa de política monetaria en los próximos meses.

El Gerente de División Política Financiera señor Pablo García, manifiesta que concuerda con la opinión de la Gerencia de División Estudios, en el sentido de que en esta ocasión es difícil argumentar por una opción distinta a la mantención de la Tasa de Política Monetaria. Indica que lo más relevante y difícil ha sido construir un nuevo escenario de mediano plazo para la política monetaria, dados los nuevos antecedentes que se manejan. Agrega que la construcción de un nuevo escenario de proyección ha permitido incorporar en buena medida el significativo cambio en la coyuntura que se ha observado en meses recientes y que se perfiló con mayor precisión con la última información disponible. Lo anterior, ha motivado que para este año se tenga medio punto adicional de crecimiento y de inflación. Indica el señor Gerente de División, que se trata de un cambio en perspectivas no marginal, estando probablemente dentro de los cambios significativos que hemos observado en años recientes. Estima que dadas las reglas habituales sencillas, este cambio en el panorama tiene implícito una modificación entre 50 y 100 puntos base en la Tasa de Política Monetaria, lo que es congruente con la variación en las perspectivas privadas, así como en la trayectoria implícita de la Tasa de Política Monetaria entre el *IPoM* pasado y el actual.

Indica el señor García que más allá de ejercicios mecánicos de proyección de la Tasa de Política Monetaria, es siempre difícil dibujar un escenario de política monetaria muy preciso, particularmente porque hay aspectos cuyas implicancias cuesta dilucidar. El primero se refiere a la persistencia de las noticias. Como se ha argumentado en otras oportunidades, ha sido solo en ocasiones que sorpresas de magnitud sean breves, ocurriendo por el contrario, una secuencia más persistente de noticias por el lado del crecimiento. Esto se vio inicialmente en el periodo 2003-2005, luego, en la desaceleración en el curso del 2006, y se ve interrumpida con los datos más recientes. En su opinión, no es descartable que se puedan ver en los



## BANCO CENTRAL DE CHILE

próximos meses, noticias que reafirmen o incluso acentúen el cambio de escenario. Dado los sesgos que han ocurrido, estima el señor Gerente de División que este escenario es más probable.

El segundo aspecto mencionado por el señor García, se refiere a las perspectivas privadas y el cambio en las visiones de mercado más recientes. Indica que el salto en las tasas de interés de largo plazo, así como la apreciación más reciente del peso, reflejan de manera relativamente correcta las implicancias sobre la Tasa de Política Monetaria de las noticias de crecimiento e inflación, con solo un aumento de 25 puntos base en la *forward* hacia fines de 2009. De hecho, la Encuesta de Expectativas Económicas, típicamente muy pegajosa, dio un salto significativo en perspectivas de crecimiento hasta un nivel similar al de las proyecciones internas. A su vez, no cree el señor Gerente que sea ilógico que la Tasa de Política Monetaria neutral se ubique en 7%, que de hecho era el nivel que se consideraba adecuado hace un año y medio y que solo se modificó una vez que se validó la trayectoria que el mercado indicaba, con tasas de largo plazo significativamente inferiores.

El tercer aspecto que agrega el Gerente de División señor García, se refiere a la naturaleza e implicancias del ciclo macro actual, en particular en relación con el escenario nacional de ahorro e inversión y de precios relativos que se han estado observando. Más allá del *switching* que en algunas ramas del sector industrial se discutió en Informes anteriores, estima que los datos revelan un cambio más generalizado en la estructura de la producción y la demanda interna, incluso en la composición de los precios en el IPC, y que se ha hecho probablemente más visible debido a la apreciación cambiaria más reciente. Estima que hace una comprensión más integrada de cómo estos fenómenos afectan el proceso inflacionario y la trayectoria de la política monetaria.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco manifiesta que va a ser bastante sintético. Primero, cree que más allá de las implicancias inflacionarias del nuevo escenario, lo que nos dice en cuanto a crecimiento, actividad y empleo, es un buen escenario y señala que parte entregando esta opinión, aunque parezca que es bastante obvio.

En segundo lugar, manifiesta que comparte algunas de las dudas que se han planteado, respecto a lo que el Gerente de División señor Pablo García llamó la persistencia de los *shocks* y, que más bien llamaría precios que le asignamos a las dos últimas observaciones en nuestro up grade de información y que tiene que ver con la reacción de mercado, pero no sólo con ella sino que con un modo en el cual nosotros como autoridad económica procesamos esta información. Agrega que los cambios de proyección en general son muy bruscos y que es preciso preguntarse cuál es la ponderación correcta de los últimos elementos de información, y si esa ponderación es exagerada dada la gran magnitud de los cambios observados. Indica el señor Ministro, que tiene la duda acerca de si no se ha tenido un papel demasiado violento y deja eso planteado, porque le parece que se debiera tener presente en las reuniones que se tengan en el futuro. Señala que si se hiciera el ejercicio mental de ver la economía chilena desde lejos y observar los titulares de la prensa financiera, el vuelco de un ambiente de pesimismo a uno de preocupación respecto a la actividad potencialmente excesiva y a una potencial alza de tasas, es algo que en otros países ocurre en el espacio de meses y aquí ocurrió en el espacio de días y eso nos debe llevar a congelar.

Como tercer punto respecto al fenómeno inflacionario, indica el señor Ministro, que destacaría dos elementos que le parece deben tenerse en consideración: uno, es el dato de elementos de oferta sobre elementos de demanda. Si se le asigna menos peso a los elementos de demanda que se han observado en las últimas seis semanas, tiene que quitarse peso a los elementos de ésta que tienden a ponderar más los fenómenos de oferta. Entre los fenómenos



BANCO CENTRAL DE CHILE

de oferta que llevan a una mayor inflación se cuentan, obviamente, el petróleo y los precios de los alimentos, pero como se ha sabido, la lectura que uno quiere hacer del vínculo entre efectos de oferta, por una parte, y de política monetaria, por la otra, es un asunto opinable y mucha gente comentaría que la cuenta de política monetaria, exclusivamente derivada de nuestra oferta debe ser bastante moderada. Al mismo tiempo, destaca otro elemento por el lado de oferta que no se ha mencionado al menos en la tarde y señala que no sabe cuánto se habrá enfatizado en la mañana, que es el impacto que tuvo el costo del tipo de cambio, que apunta exactamente en las otras direcciones y por lo tanto, si existen fenómenos de oferta que nos llevan a un escenario también de mayor inflación.

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

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

Señala el señor Consejero que llegamos a esta reunión al finalizar el ejercicio de preparación del *IPoM* que será presentado en los próximos días, de manera que se cuenta con un diagnóstico bastante comprensivo de la trayectoria de la economía y con proyecciones revisadas tanto de actividad como de inflación.

En el frente externo, las condiciones reafirman su sello favorable. Las perspectivas de crecimiento global se muestran auspiciosas. Asimismo, se destaca el buen comportamiento de Europa, Japón y el Asia emergente, lo que compensa con creces la desaceleración económica de los Estados Unidos América. Sin embargo, la trayectoria futura de la economía norteamericana sigue planteando incertidumbres; se mantiene el riesgo que la desaceleración, aún acotada a ciertos sectores, se extienda internamente y sus efectos alcancen a otras regiones del mundo.

Indica el señor Consejero que en los países desarrollados, la inflación se mantiene como una materia de preocupación y ello se refleja en el discurso de sus respectivas autoridades monetarias.

Agrega que los mercados financieros operan normalmente y, salvo excepciones, dan por superados los efectos de las turbulencias de febrero/marzo de este año. Para la mayoría de los países emergentes, señala el señor Consejero, las condiciones financieras han evolucionado positivamente en lo más reciente. Por su parte, el dólar ha tendido a depreciarse respecto del resto de las monedas.

Hace presente el Consejero señor Marshall que los precios de los "*commodities*" permanecen en niveles altos, lo que resulta plenamente congruente con la evolución de la actividad global. En este aspecto se destacan, por los fuertes incrementos observados en los últimos meses, los precios del cobre y la gasolina. Indica que el precio del petróleo se ubica por sobre los US\$ 60 el barril, en una trayectoria por sobre lo anticipado en meses anteriores. Agrega que los precios de algunos alimentos se han sumado también a esta tendencia alcista.

En el frente interno, los agregados monetarios y crediticios mantienen sus elevadas tasas de crecimiento. Sin embargo, estos últimos vuelven a mostrar una parcial moderación en su ritmo de expansión.

40



## BANCO CENTRAL DE CHILE

El tipo de cambio, que había permanecido bastante estable, se ha apreciado levemente en las últimas semanas.

Señala el señor Consejero, que la demanda agregada crece a buen ritmo y se destaca el vigoroso crecimiento del consumo y el dinamismo de las importaciones de bienes de capital.

Por su parte, agrega el señor Consejero que las cifras de actividad se muestran positivas y se ubican por sobre lo proyectado con anterioridad. En lo más reciente, sorprende el alto registro del IMACEC del mes de marzo, con lo cual se eleva en forma significativa el crecimiento efectivo del primer trimestre. Indica que esta sorpresa no ha pasado desapercibida para los mercados financieros.

Comenta el Consejero señor Marshall, que la evolución del mercado laboral resulta bastante congruente con esta trayectoria de la actividad real. El empleo, y en particular su componente asalariado, crece vigorosamente. La tasa de desocupación se estabiliza en niveles bajos en términos históricos y los costos salariales crecen moderadamente, pero sus tasas de variación han tendido a subir.

Comenta que las cifras de inflación, en lo que va corrido del año son superiores a las previstas, pero además, contienen movimientos no anticipados de precios específicos que sugieren un panorama hacia delante distinto al proyectado con anterioridad. Como resultado, las proyecciones de corto plazo se han ajustado al alza.

Hace presente también que las expectativas de inflación aparecen bien alineadas con la meta, incluso en los plazos más cortos, lo que marca un cambio respecto de lo que se venía observando. Asimismo, agrega que el mercado ha reaccionado a las últimas cifras de actividad e inflación, introduciendo ajustes al alza en la curva de tasas. Con todo, las expectativas para los próximos meses y, específicamente, para esta reunión coinciden en que la Tasa de Política Monetaria no tendrá variaciones.

Señala el Consejero señor Marshall, que considerando todos estos antecedentes, le parece que la única opción razonable es mantener la tasa de interés en su actual nivel. Por otra parte, descarta la opción de una baja porque no le parece necesario ni conveniente introducir un nuevo impulso monetario en las actuales circunstancias. Indica que la demanda crece vigorosamente y la actividad lo hace por sobre su tendencia. Si bien la inflación pasará por un período de bajos registros, todo apunta a que ésta convergerá al 3% en el horizonte de política, incluso más rápidamente que lo anticipado. El riesgo de un crecimiento débil y una inflación baja por un tiempo prolongado, que estuvo presente en nuestros análisis, se ha disipado por la concurrencia de varios factores, entre ellos, las propias acciones o decisiones de política monetaria.

Manifiesta el Consejero señor Marshall, que descarta al mismo tiempo la opción de un alza, porque la inflación se encuentra contenida, los costos laborales crecen moderadamente y las cifras de actividad muestran mayor dinamismo dentro de rangos acotados. Agrega, que si bien el IMACEC de marzo estuvo por sobre lo esperado, no le parece prudente extrapolar tendencias a partir de ello. La información disponible para apreciar bien la fuerza del ciclo por el que se atraviesa le parece aún insuficiente.

En suma, el Consejero señor Enrique Marshall indica que su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria en 5,0%.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

El Consejero señor Manuel Marfán, señala que agradece, como es habitual, el análisis del *staff*. Indica que en esta ocasión es beneficiosa la cercanía del Informe de Política Monetaria de mayo, ya que actualiza nuestro escenario central.

Agrega el señor Consejero que en lo grueso, la proyección de inflación hacia fines del horizonte de política se ubica establemente en torno al centro del rango meta, con un supuesto de Tasa de Política Monetaria estable por algún tiempo en su nivel actual. Este nuevo escenario central incorpora las sorpresas o desviaciones que hubo respecto del anterior escenario central, especialmente de los cambios en los precios internacionales, tales como, petróleo, cobre, *commodities* agrícolas y *crack spread* principalmente y, en lo interno, con los efectos sobre el IPC del Plan Transantiago. Señala también que en lo interno, el nuevo escenario está compatibilizado con la nueva compilación de referencia de Cuentas Nacionales e incorpora una aceleración marginal de la actividad, respecto del escenario anterior. También considera una normalización de los costos laborales unitarios, que ya se está evidenciando, sin que ello signifique que ese escenario central contemple presiones de costos provenientes del mercado laboral. Asimismo, el señor Consejero señala que el escenario central considera el efecto de la depreciación del dólar estadounidense en los mercados internacionales y que ese escenario asume que no habrá movimientos idiosincrásicos chilenos en la paridad del peso. Con estos antecedentes, y sin perjuicio de los riesgos en torno al nuevo escenario central, concuerda el Consejero señor Marfán con la Gerencia de División Estudios en el sentido que resulta difícil considerar una opción distinta a la de mantener la Tasa de Política Monetaria en su actual nivel.

Finalmente, señala que el mercado parece haber sobre-reaccionado a las más recientes noticias de actividad e inflación con una elevación de las tasas de interés y una apreciación del peso que difieren, en el margen, de lo contemplado en el nuevo escenario central. Lo anterior, se hará explícito cuando se haga público el nuevo Informe de Política Monetaria y le parece razonable pensar que el mercado se ajustará.

Por estas razones, el Consejero señor Manuel Marfán manifiesta que su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual de 5%.

El Consejero señor Jorge Desormeaux, señala que quiere agradecer el trabajo del *staff* del Banco en la preparación de los antecedentes para esta Reunión de Política Monetaria, así como los valiosos comentarios que se han entregado.

Indica que en las Reuniones de Política Monetaria de los últimos meses, el Consejo resolvió mantener inalterada la Tasa de Política Monetaria esencialmente debido a que los riesgos de que la inflación futura se ubicara por encima del escenario central del *IPoM*, nuevamente habían crecido.

Los antecedentes más recientes, y particularmente aquéllos del mes de marzo, sugieren que muchos de estos riesgos se han materializado y que han aparecido otros nuevos.

Señala el señor Consejero, que en el plano internacional el escenario continúa favorable, tanto en materia de actividad como en relación con las condiciones financieras. En este plano, le parece que existen dos desarrollos que llaman la atención: uno, la fuerte depreciación del dólar de los Estados Unidos de América, 4% en relación a enero y, en segundo lugar, la fortaleza de los precios de los *commodities*, en particular del cobre, pero también del petróleo y los alimentos, que se encuentran por encima de lo previsto en el mes de enero.

hp



BANCO CENTRAL DE CHILE

En el plano interno las condiciones financieras siguen siendo favorables, lo que se refleja en la evolución de los agregados monetarios y del crédito. Por su parte, en el plano financiero interno, señala que la principal novedad está en el alza que han experimentado las tasas de interés, que han revertido la baja observada en los meses anteriores, así como la del tipo de cambio. Indica el señor Consejero que ello está estrechamente ligado a las noticias sobre actividad e inflación de las últimas semanas.

Señala el Consejero señor Desormeaux que como ya se ha comentado, el fuerte crecimiento de la economía en el mes de marzo ha sido el catalizador de un cambio significativo de percepción en nuestro propio escenario central. Agrega que, si bien el repunte de la actividad era en parte predecible, las cifras de actividad del mes de marzo han dado lugar a un importante cambio en las expectativas del mercado, que ha revisado sus proyecciones de crecimiento hacia el alza.

Agrega que a las noticias de actividad se han sumado también otras en el plano de la inflación, donde no solo la subyacente IPCX1 ha sorprendido al alza, sino también la inflación total medida por el IPC.

En suma, señala el señor Consejero, los riesgos de una inflación más elevada que se identificaron en los meses previos, han terminado por materializarse y han surgido otros nuevos.

El nuevo escenario central de proyecciones elaborado en el Informe de Política Monetaria de mayo, proyecta un crecimiento superior al potencial en el año 2007 y en el año 2008, con un cierre de brechas más rápido que el previsto en enero. Ello, unido a un panorama inflacionario con una convergencia más rápida de la inflación total y subyacente al centro del rango meta, no deja otra alternativa que la mantención de la Tasa de Política Monetaria en el día de hoy. Lo anterior se ve reforzado por el reciente ejercicio de proyecciones de corto y mediano plazo realizado en torno al *IPoM* de mayo, que apunta en la misma dirección.

Por lo anterior, el Consejero señor Jorge Desormeaux indica que vota por la mantención de la Tasa de Política Monetaria en 5,00%.

El Vicepresidente señor José De Gregorio, señala que las noticias acumuladas desde hace un par de meses han significado desviaciones no menores del escenario central que contemplábamos en enero. Si bien el escenario externo en materia de actividad económica se mantiene auspicioso, las noticias del precio de petróleo y en particular de las gasolinas, así como el precio de los granos, han resultado en un *shock* significativo sobre las perspectivas inflacionarias, en particular las que se tenían para el primer trimestre de este año. Por su parte la actividad, si bien con cifras coherentes con lo esperado para el primer trimestre, muestra una evolución algo dispar al interior del trimestre. En particular, los datos puntuales del último mes mostrarían un mayor dinamismo que puede tener implicancias para la velocidad del cierre de brechas.

Indica el señor Vicepresidente que este es, por lo tanto, un escenario con algo más de inflación. Efectivamente, se está con inflación subyacente cercana a medio punto más de lo que se preveía hace unos meses, la que incluso se da en el IPC total, a pesar del impacto negativo que tuvo la entrada en operación del Plan Transantiago. Sin embargo, al revisar el conjunto de indicadores alternativos de inflación subyacente, éstos muestran que las presiones observadas actualmente no serían persistentes ni estarían incubando efectos indeseados de segunda vuelta.

40



## BANCO CENTRAL DE CHILE

Desde el punto de vista de las implicancias de política monetaria, esto ciertamente es coherente con haber quitado el sesgo a la baja de la Tasa de Política Monetaria, en un escenario que dada la evolución esperada de la inflación, contemplaba un aumento del impulso monetario. El mercado financiero ya ha internalizado parte de este escenario y, en consecuencia, ha elevado las tasas de interés de largo plazo.

Señala el señor Vicepresidente que sin embargo, es importante también analizar la evolución de los determinantes más fundamentales de la inflación, en particular los costos laborales y márgenes, mostrándose en ambos casos cifras contenidas que no estarían señalando aumentos excesivos de la inflación, la que se espera se acerque gradualmente al centro del rango meta, a pesar de algunos vaivenes transitorios. Agrega que en particular, los costos laborales siguen contenidos, con indicadores en el margen que en todo caso revelan ciertos riesgos, especialmente en cuanto al aumento de los índices de remuneraciones y costos de la mano de obra, los cuales hasta ahora han sido absorbidos por incrementos de productividad. Señala también, que podría haber presiones de salarios en un mercado laboral más estrecho, aunque por otra parte, no se puede descartar que la tasa de desempleo no inflacionario pueda ser menor que la que se ha considerado tradicionalmente.

Por lo anterior, opina el señor Vicepresidente que hoy se hace prudente mantener la tasa de interés y poner especial atención en la propagación del aumento de los precios de granos y combustibles, así como las implicancias que tendría un escenario de crecimiento más vigoroso.

Asimismo, señala que otro antecedente que también es importante, es la reciente evolución del tipo de cambio, que podría generar presiones a la baja de la tasa, aunque las magnitudes de las fluctuaciones actuales no son suficientes para tener un impacto significativo.

Por otro lado, indica que no se puede descartar que la reversión de los precios externos que han afectado significativamente a la inflación puedan ser de una magnitud y *timing* tal, que volvamos a un escenario de reducción de las presiones inflacionarias.

En este escenario, en que se observan antecedentes que pueden generar tanto aumentos de la inflación, como disminuciones, señala el Vicepresidente señor José De Gregorio, le parece que la decisión más adecuada es mantener la Tasa de Política Monetaria en 5%, y por consiguiente vota en tal sentido.

El Presidente señor Vittorio Corbo, señala que agradece al *staff* el excelente trabajo de preparación para esta Reunión, como también el realizado en todo el ejercicio de preparación del *IPoM* que se está completando y que es parte integral del material que se ha utilizado en esta ocasión.

Menciona el señor Presidente, que el entorno externo continúa siendo muy favorable, tanto en actividad como en condiciones financieras, mientras que los precios de los productos primarios se mantienen altos.

En la economía nacional, comenta el señor Presidente, el repunte observado en la actividad el cuarto trimestre del año 2006 se afirma en los primeros meses del año 2007. En particular, destaca el alto crecimiento de la actividad en marzo y las buenas cifras parciales de abril. Lo anterior, apoyado por un entorno externo favorable, el impulso que aportan las condiciones financieras internas, la política fiscal y la entrada en operación de expansiones de



## BANCO CENTRAL DE CHILE

capacidad programadas en algunas industrias. Indica, que este cuadro consolida una situación donde el producto crecería este año por encima de de tendencia, contribuyendo a un cierre progresivo de las brechas de capacidad.

Señala que en cuanto a la inflación, las últimas cifras también muestran niveles algo por encima de lo esperado en el escenario base de enero, particularmente impulsados por mayores precios internacionales de gasolina y de alimentos y por mayores precios de productos y servicios relacionados con la salud; el IPCX1, influido por los precios de los alimentos no perecibles y los precios de la salud, supera en torno a medio punto las proyecciones de enero, pero igual se ubica bajo el 3%. En paralelo, las diferentes medidas de expectativas de inflación se encuentran bien ancladas en torno al 3%. Hacia delante, indica el Presidente señor Corbo, el cierre progresivo de las brechas de capacidad que contempla el escenario base del *IPoM* de mayo, debiera contribuir a que la inflación IPCX1 siga aumentando para acercarse al 3%, durante el tercer trimestre del año, y converger al 3% en el horizonte de política, con un alza moderada en la Tasa de Política Monetaria a partir de sus valores actuales. En estas circunstancias, le parece que la evolución futura de la inflación del IPC estará afectada además, por la evolución de los precios de los combustibles y las tarifas reguladas; para los próximos meses, sólo por efecto base de comparación, se estima que ésta debiera descender a valores en torno al 2% en el segundo y tercer trimestre, para luego ir convergiendo gradualmente al 3%.

Manifiesta que hacia delante será necesario estar atentos a la persistencia de los desarrollos recientes, para poder así validar las proyecciones del *IPoM* y evaluar el curso futuro de la política monetaria, para poder mantener la inflación en torno a la meta.

En vista de lo anterior, el Presidente señor Vittorio Corbo señala que es razonable, en esta ocasión, mantener la tasa de instancia en 5%, por lo cual vota en consecuencia.

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

### 107-01-070510 – Tasa de Política Monetaria.

En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile por unanimidad 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. La actividad económica mundial se expande con vigor, el precio del cobre se mantiene elevado y las condiciones financieras siguen ventajosas. Los precios del petróleo y de sus derivados, especialmente la gasolina, así como los de algunos alimentos, permanecen altos.

hp





BANCO CENTRAL DE CHILE

La información disponible confirma un mayor crecimiento de la actividad interna en el primer trimestre de este año, algo por encima de proyecciones previas. El consumo sigue robusto y tanto la inversión como las exportaciones han retomado dinamismo. El empleo asalariado continúa aumentando y las condiciones financieras internas son favorables.

La inflación del IPC se ubica por debajo de 3%, aunque algo por encima de lo proyectado en enero. En lo más reciente, ésta ha sido influida por el precio de los combustibles y una inflación subyacente IPCX1 (que excluye combustibles, perecibles y algunos servicios regulados) mayor que lo previsto, especialmente por un alza en el precio de los alimentos. Medidas alternativas de la tendencia inflacionaria no muestran cambios relevantes. En lo más reciente, el crecimiento de los costos laborales ha aumentado desde tasas relativamente reducidas. Las expectativas de inflación a mediano y largo plazo permanecen ancladas en torno a 3%.

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

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17.20 horas.

JOSÉ DE GREGORIO REBECO  
Vicepresidente

VITTORIO CORBO LIOI  
Presidente

MANUEL MARFÁN LEWIS  
Consejero

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ  
Consejero

ENRIQUE MARSHALL RIVERA  
Consejero

ANDRÉS VELASCO BRANES  
Ministro de Hacienda

JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR  
Ministro de Fe (S)