



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 89
celebrada el 9 de febrero de 2006

En Santiago de Chile, a 9 de febrero de 2006, 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 Nicolás Eyzaguirre Guzmán.

Asisten también:

Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Ángel Nacrur Gazali;
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;
Gerente de División Operaciones Financieras,
don Esteban Jadresic Marinovic;
Gerente de División Política Financiera, don Luis Óscar Herrera Barriga;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva;
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;
Gerente de Información e Investigación Estadística,
don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente de Comunicaciones, don Eduardo Arriagada Cardini;
Gerente de Mercados Financieros Nacionales,
don Beltrán De Ramón Acevedo;
Asesora Macroeconómica del Ministerio de Hacienda,
doña Bernardita Piedrabuena Keymer;
Economista Senior Gerencia de Investigación Económica,
don Claudio Soto Gamboa; y
Secretario General, don Jorge Court Larenas.

El Presidente, señor Vittorio Corbo, señala que la presente sesión es la última reunión de Política Monetaria a la que asistirá el Ministro de Hacienda señor Nicolás Eyzaguirre. Agrega, que por ello quiere dejar expresa constancia que durante los años que le ha tocado presidir el Consejo del Banco Central, ha mantenido un intercambio de opiniones muy profesional con el señor Ministro, en algunas oportunidades con diferencias que son normales en este tipo de funciones, pero siempre con pleno reconocimiento por parte de éste, de la institucionalidad que rige al Banco. El señor Ministro agradece las palabras del señor Presidente.

El señor Presidente fija la fecha de la Sesión de Política Monetaria del mes de agosto de 2006, para el día 10 de ese mes.

El Presidente, señor Vittorio Corbo, señala que en esta oportunidad, como le ha informado el Gerente de División Estudios, señor Rodrigo Valdés, el Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García, efectuará la exposición del análisis del escenario internacional y nacional.

En consideración a lo anterior, el Presidente señor Vittorio Corbo ofrece la palabra al Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Pablo García.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Exposición

El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Pablo García, señala que las cifras del último mes muestran que el escenario de corto plazo se desenvuelve favorablemente, similar a lo previsto en el IPoM de enero. El entorno externo sigue siendo positivo para la economía chilena, la actividad industrial se ha acelerado, confirmando que el debilitamiento del tercer trimestre tuvo un importante componente transitorio y los últimos datos muestran una moderación de la demanda interna, en particular en la adquisición de automóviles y la inversión en maquinaria. Los indicadores de confianza de los hogares y el desempeño del mercado laboral siguen sustentando una tendencia positiva y persistente del consumo. Las condiciones financieras se mantienen expansivas, mientras que la apreciación real del peso de los últimos meses se ha revertido.

Más allá del bajo crecimiento del cuarto trimestre en Estados Unidos de América y del incremento reciente del precio del petróleo, el conjunto de novedades siguen indicando un escenario externo favorable para la economía chilena. Los indicadores de confianza en distintas economías, el ritmo de creación de empleo en Estados Unidos de América y la transitoriedad del incremento en la inflación mantienen riesgos bajos de incrementos abruptos en las tasas de interés y sostienen un positivo panorama de crecimiento global. El precio del cobre ha continuado su escalada, lo que lleva a revisar significativamente el precio esperado para este año, pero sin modificar la perspectiva de una normalización hacia delante. Los *spreads* soberanos han seguido comprimiéndose, compensando el incremento de las tasas de interés externas.

Durante los últimos dos meses las condiciones financieras se han vuelto más expansivas que en meses previos. Las tasas de interés de largo plazo reajustables han disminuido, lo que se ha ido reflejando también en el nivel de las tasas de letras de crédito, mientras que el dinero y el crédito continúan creciendo a tasas significativas. El tipo de cambio real tuvo una depreciación moderada desde el punto de mayor fortaleza en los últimos meses, ubicándose en la actualidad por encima del nivel de convergencia utilizado para las proyecciones del último IPoM.

Internamente, el crecimiento de la demanda interna se ha ido reduciendo, dentro de lo previsto y con la volatilidad propia de los cambios mensuales de proyecciones. Esto también se extiende al panorama para el componente durable del consumo y a la inversión en maquinaria y equipos. Las expectativas de los hogares, las condiciones financieras y el comportamiento aún favorable del mercado laboral incluso pueden sugerir un escenario para el consumo privado más boyante que el previsto en el IPoM reciente. Las cuentas fiscales terminaron el año 2005 con un superávit cercano a 5% del PIB, sustancialmente mayor que el previsto algunos meses atrás. La evolución de las exportaciones muestra que los envíos industriales crecieron en torno a 14% en el último cuarto de 2005 y que estarían creciendo a una tasa aún mayor en el primer trimestre de este año.

Por el lado de la actividad, se apreció una aceleración significativa del sector industrial en diciembre, con lo que se acumularon dos meses de evidencia sugestiva de que la debilidad del tercer trimestre fue efectivamente transitoria. La minería, en tanto, sigue presentando un repunte en niveles que ya se aprecian en las comparaciones interanuales. El único sector donde se vio una menor expansión que la prevista y la de meses previos fue el comercio, donde incidió el claro menor dinamismo de las ventas de vehículos nuevos. Estas noticias no modifican la estimación de crecimiento del PIB para el año 2005 entregada en el IPoM. Para el primer trimestre de este año, en tanto, se proyecta un crecimiento ligeramente mayor al previsto con anterioridad.

hg
De.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En términos inflacionarios, la variación del IPC estuvo por encima de lo previsto el mes pasado. Además, el mayor precio del petróleo y la depreciación del peso han afectado la variación anual esperada del IPC para los próximos meses en algo más de medio punto, debido tanto a su incidencia directa como a través de mayores tarifas. En todo caso, se mantiene sólo como un riesgo el que la inflación en el mediano plazo se desvíe de las proyecciones del Informe reciente. La tendencia inflacionaria y los costos laborales unitarios siguen en un proceso gradual de aumento. Mientras el IPCX1 se ha mantenido con una velocidad en torno a 3%, su variación anual y el resto de las medidas de la tendencia inflacionaria tuvieron un incremento leve. Las expectativas de inflación siguen bien ancladas en torno al centro del rango meta. Aunque la compensación inflacionaria ha subido, ésta y otras medidas de expectativas a partir de encuestas se mantienen en torno a 3%.

El Presidente ofrece la palabra respecto de la presentación del informe efectuada por el Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García.

El señor Ministro de Hacienda consulta al señor García si podría complementar lo sucedido con el crecimiento de la economía en el cuarto trimestre de 2005 en Estados Unidos de América.

El señor García indica al señor Ministro que los indicadores de confianza de los consumidores en Estados Unidos de América han tenido un repunte después del efecto producido por los huracanes. Lo anterior, dentro de lo que era previsto. Las solicitudes del beneficio de desempleo en dicho país, de acuerdo al indicador de mercado laboral, han vuelto a caer. Los datos de consumo real de Estados Unidos de América, por otra parte, muestran un repunte en las últimas cifras en términos agregados y con una caída que fue relativamente intensa hacia el tercer trimestre del año 2005. En la evolución del PIB, lo principal fue una desaceleración del consumo durable y también, un menor dinamismo de la inversión. Por los antecedentes de las tendencias del consumo, la evaluación es que se trataría de un fenómeno transitorio.

El Gerente de Operaciones Financieras, señor Esteban Jadresic, señala que esa proyección es coherente con la interpretación de los mercados financieros cuando aparecieron los datos del PIB, en que se pensó que pudiera haber una caída de tasas, lo que no ocurrió.

El señor Pablo García agrega que en Europa se presenta un escenario más favorable y los indicadores de negocios en las principales economías han tendido a mejorar, en particular en Alemania, donde se muestran las mejores cifras desde el año 2000. Lo anterior, por un significativo incremento de las órdenes para manufacturas, sobre todo influidas por la demanda externa que ha tenido un repunte significativo en el curso del año pasado.

El Gerente de la División Estudios, señor Rodrigo Valdés, agrega al comentario anterior el aumento de los indicadores de confianza empresarial, pero que en los datos efectivos del cuarto trimestre probablemente no sean muy favorables.

Señala el señor Pablo García, que por el lado de los *commodities*, el precio del cobre ha continuado sorprendiendo puesto que tuvo un incremento bastante fuerte en la última semana, aunque se revirtió el alza en el margen en los últimos días, volviendo a subir nuevamente, como ha sido la constante en los últimos meses. Teniendo en cuenta la información existente este mes, ella motiva una revisión al alza para el año 2006.

El Vicepresidente, señor José De Gregorio, indica que le llama la atención un alza de 10%, por cuanto se esperaba para estas semanas una caída bastante brusca en relación a lo que efectivamente sucedió.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Gerente señor García señala que, efectivamente lo que está implícito es que se proyectaba una caída bastante abrupta en el corto plazo, lo que no ocurrió.

El Consejero señor Marfán, sobre el mismo tema, plantea cuáles serían los fundamentos del elevado precio del cobre, a fin de determinar la trayectoria esperada del mismo, dependiendo si se trata de situaciones transitorias, como el problema de los subcontratistas de Codelco, o de un problema estructural de mercado.

El Presidente señor Vittorio Corbo, estima que el alza de los inventarios de cobre es producto de la acumulación de *stocks* de los consumidores, como es el caso de China, que ha acumulado un elevado *stock*.

El Gerente de Mercados Financieros Internacionales, señor Beltrán De Ramón, señala que en su opinión, a mediados de enero de este año, fecha que coincide con el IPoM de ese mes, había tres elementos que considerar. En primer lugar, se pensó que a raíz de las compras efectuadas por un operador chino, podría caer el precio del cobre. En segundo lugar, se produjo la huelga de los subcontratistas de Codelco, que era un fenómeno transitorio y se estimó que una vez que concluyera este conflicto los precios iban a caer. En tercer lugar, hacia fines del año pasado se produjo una recuperación importante de los *stocks* de cobre. Concluye que estos tres elementos hacían suponer una caída del precio del cobre, situación que no ocurrió, lo que reafirma que todavía existe una alta demanda por este metal. Estima que la caída que se esperaba se va a postergar por lo menos unos tres meses más, lo que explica el alza de 10% en un mes.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor García, señala que el precio del petróleo tuvo un incremento en el último mes, vinculado a mayores riesgos por situaciones de orden geopolítico, que en los últimos días han vuelto a disminuir. Agrega, que este incremento no se ha traducido en aumentos desmesurados del precio de la gasolina. En todo caso, señala el señor García, dada la coyuntura y la trayectoria relativamente plana que presentan los futuros, se corrige también al alza el precio promedio para este año hasta US\$ 61.- el barril y en un dólar más para el año 2007.

En relación al tema del nivel de la tasa neutral, estima el señor Rodrigo Valdés que se está lejos de éste, pero lo que sí se mide son los movimientos relativos que ocurren en el tiempo.

El señor Ministro de Hacienda señala que cuando se han producido cambios tan fuertes de la tasa, como ocurrió en los años 1997 y 1999, probablemente es más difícil determinar cuál es nivel de la tasa neutral. Al Consejero señor Marfán, le parece que el problema consiste en que la tasa neutral no es constante en el ciclo. Cree que a lo mejor la tasa de política económica que mantiene la economía en el estado actual, no es necesariamente la misma tasa que la sustenta en su equilibrio estacionario. Agrega que se trata de una discusión que se produjo hace algunos meses y se está usando una tasa de interés neutral que es distinta a la que se supone debería regir en el largo plazo. Concluye que habría que establecer los fundamentos de los cuales depende la tasa de interés neutral de corto plazo.

En cuanto al crecimiento del crédito, indica el señor García, que en el caso de los otorgados a las personas, éstos están creciendo en torno a 23%, el de las empresas en torno al 15% y las velocidades de dichos crecimientos se mantienen también en niveles muy elevados. En tanto, las tasas de las letras de crédito han mostrado una caída desde el punto más alto que correspondió al mes de noviembre de 2005; el crédito comercial, agrega, se ha mantenido bastante estable y el costo del financiamiento no se ha seguido incrementando en los últimos meses. Sobre el particular, el Consejero señor Manuel Marfán



estima que los créditos de consumo no son tan sensibles a los cambios de tasa de interés, ya que si lo fueran, no habría créditos de consumo con las tasas actuales. Agrega, que le parece que el vínculo macroeconómico que existe entre la Tasa de Política del Banco Central y la tasa de consumo, no es por el efecto sobre las tasas de interés, sino que tiene que ver más bien con la incidencia del resto de las variables que afectan al consumo, ya que si no se consideran las tasas de interés, se aprecia que las otras tasas sí han venido aumentando los últimos meses. Por lo anterior, concluye el señor Marfán, que las demás tasas de interés correspondientes a créditos hipotecarios y comerciales, sí han venido aumentando y solamente las de consumo se mantienen estables, pero estas últimas, para los efectos de este tipo de análisis, cree que no son relevantes.

En cuanto a la demanda agregada, indica el Gerente señor García, que la expectativa de los consumidores es muy positiva, como lo refleja la información de la Universidad de Chile y también del *Ipec* y ambos están en los niveles más altos desde el año 1999, siendo este último tal vez el más notorio. En cuanto a cierta desaceleración de la trayectoria del consumo, estima que ella responde fundamentalmente al componente automotriz, debido a que las ventas en este rubro tuvieron una caída en su variación en 12 meses, bastante significativa, como lo refleja el indicador de ventas de la *Enac* y los datos del INE. El Presidente, señor Vittorio Corbo, señala que una hipótesis es que se ha producido un ajuste de *stock*, que ha disminuido la velocidad de ese consumo, lo que también fue considerado en el IPoM.

En términos de empleo y el nivel de éste, señala el señor García que continuó cayendo en la última medición, pero ello responde a la dinámica bastante anómala del empleo por cuenta propia; el empleo asalariado, sigue creciendo con bastante fuerza.

Consulta el señor Ministro si el empleo asalariado se sigue acelerando o está en una velocidad alta pero constante. A lo anterior, el señor García señala que el empleo asalariado ha tenido un leve aplanamiento en las últimas cifras con que se cuenta.

El Consejero señor Marfán señala que quiere aprovechar esta oportunidad para felicitar al Ministro señor Nicolás Eyzaguirre por su gestión en el Ministerio de Hacienda, ya que ha efectuado un gran servicio al país, que ha sido reconocido por todos, por lo que quiere en esta ocasión dejar constancia explícita de ello. El Presidente señor Vittorio Corbo, indica que este reconocimiento lo ha efectuado como Presidente del Banco Central en muchas ocasiones, tanto en Chile como en el extranjero. Agrega, que se ha tenido una política ordenada, que aunque viene de largo tiempo, la introducción de la regla fiscal ha permitido tener indicadores objetivos, y en esa materia reconoce la labor desarrollada por el señor Ministro de Hacienda, y que todo el Consejo así lo estima.

El Ministro señor Eyzaguirre, señala que ha existido una buena coordinación con el Banco Central, especialmente porque se ha compartido el modelo, la misma forma de ver el marco macroeconómico, aunque siempre van a existir matices, pero es bueno que así sea para enriquecer la discusión. Sin embargo, cuando se comparte la misma forma de mirar la economía, el trabajo se hace grato y productivo. Agrega que hacia delante tiene una pequeña preocupación en el diseño de la regla fiscal y las presiones que puedan producirse por el superávit existente. Piensa que una gran contribución sería usar esos excedentes para capitalizar al Banco Central de Chile, que constituiría desde el punto de vista de la economía política, una protección de esos superávits.

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

4
Jl.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 89
Política Monetaria
09.02.2006 6.-

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 89. El señor Presidente deja constancia que no se encuentran presentes en la Sala, el Ministro de Hacienda, señor Nicolás Eyzaguirre G., y su Asesora Macroeconómica, señora Bernardita Piedrabuena, quienes han excusado su asistencia, en razón de las funciones que les corresponde en sus respectivos cargos .

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

El señor Gerente de División mencionado informa lo siguiente:

En la reunión de política monetaria de enero, el Consejo decidió, por segundo mes consecutivo, mantener la tasa de interés en 4,5% anual. En esa decisión se consideró que, en el escenario más probable, se requerían incrementos adicionales de la tasa de interés en los meses venideros para alcanzar una inflación en torno a 3% anual en el horizonte habitual de política. Señala el señor Gerente de División, que estos incrementos, sin embargo, podían esperar. Señala que la inflación anual se ubicaba dentro del rango meta y las medidas de inflación subyacente IPCX e IPCX1 se mantenían por debajo de 3% anual. Agrega que otros indicadores de la tendencia inflacionaria y las distintas medidas de expectativas de inflación continuaban bien ancladas. La actividad, por su parte, retomaba un ritmo de crecimiento por encima de su tendencia, mientras el entorno externo pertinente para la economía chilena seguía siendo favorable y las condiciones financieras internas continuaban expansivas.

Menciona el señor Valdés que, desde la última reunión, el panorama macroeconómico ha sufrido modificaciones bastante acotadas, siendo las principales novedades las siguientes:

El panorama externo se mantiene muy favorable. El precio del cobre ha seguido mostrando aumentos inesperados, las perspectivas de crecimiento de la actividad mundial continúan elevadas y las condiciones financieras para países emergentes se mantienen convenientes. Por otra parte, indica que el precio del petróleo aumentó en las últimas semanas situación que se ha revertido en los últimos días, al igual que con otras materias primas, al tiempo que se han intensificado algunos riesgos en ese mercado.

En el país los datos más recientes confirman que la desaceleración del tercer trimestre habría tenido un importante componente transitorio. De hecho, la industria ha continuado su repunte, aunque en el comercio se ha visto menor dinamismo. Indica que se mantienen las estimaciones de crecimiento del PIB para el 2005, analizadas en el IPoM. La demanda interna presenta una moderación relevante de su tasa de crecimiento, aproximadamente, en línea con lo esperado, concentrándose los cambios más importantes en la inversión en maquinaria y en la compra de durables, automóviles, en particular.

Menciona también el señor Gerente, que siguiendo el patrón de los últimos meses, la tasa anual de generación de empleos disminuyó y el número absoluto de empleos, desestacionalizado, también declinó. Detrás de este resultado, indica, siguen dinámicas contrapuestas entre el componente cuenta propia, que se contrae, y el asalariado, que se expande con vigor. Señala que la tasa de desempleo desestacionalizada tuvo un nuevo aumento leve (hasta 7,9%). Asimismo, como se esperaba, la tasa de crecimiento de los costos laborales unitarios sigue incrementándose gradualmente.

La expansividad de las condiciones financieras ha persistido, e incluso ha aumentado levemente por la disminución de las tasas de interés reajustables, situación que se ha moderado en lo más reciente. La tasa de crecimiento del crédito y de los agregados, se mantiene elevada. Señala el señor Valdés, que luego de la significativa apreciación del

HP
J.



BANCO CENTRAL DE CHILE

cuarto trimestre de 2005, el peso ha mostrado una depreciación moderada en términos reales.

Agrega que, la inflación del IPC y la de las medidas subyacentes IPCX e IPCX1 estuvieron por encima de lo proyectado. Si bien los datos efectivos de inflación, así como nuevos supuestos para el precio del petróleo y tipo de cambio, elevan las proyecciones de inflación de corto plazo en varias décimas, no parecen existir antecedentes suficientes para modificar el escenario central de mediano plazo. Las expectativas de inflación a distintos plazos, se ubican en torno al centro del rango meta.

Con los antecedentes disponibles, es difícil justificar como una opción plausible para esta reunión una distinta de aumentar la tasa de política monetaria en 25 puntos base.

El hecho de que el cuadro macroeconómico esté progresando según lo previsto, apoya la necesidad de aumentar la tasa de política monetaria en la reunión de hoy. En lo fundamental, las proyecciones de mediano plazo requieren continuar normalizando gradualmente la política monetaria. La tendencia inflacionaria y las expectativas se ubican en la actualidad en torno a 3%; la tasa de política monetaria se encuentra por debajo de niveles que se evalúan como neutrales las holguras que subsisten no son significativas y la economía continúa su dinámica de expansión por encima de su tendencia, y parece dejar atrás la desaceleración del tercer trimestre de 2005. En suma, señala el señor Valdés que la economía no parece requerir de la tracción que actualmente proveen las condiciones financieras, situación que podría intensificarse de postergarse esta alza luego de dos pausas seguidas, lo cual arriesgaría la necesidad de tener ajustes más agresivos en el futuro.

Por otra parte, hace presente, que dos argumentos que se podrían plantear para mantener la tasa de política monetaria en la reunión de hoy son la moderación de la tasa de crecimiento que muestran algunos componentes de la demanda interna, y el menor dinamismo en la creación de empleo agregado. Si bien lo primero es una situación esperada en el escenario central, no se puede descartar que estas moderaciones sean más acentuadas que lo anticipado. Sin embargo, el menor crecimiento del gasto interno es saludable si se considera que la ampliación de la diferencia entre ingreso y gasto del sector privado podría suscitar una incipiente preocupación. La menor creación de empleo, por su parte, sigue asociada al componente de empleo por cuenta propia, mientras las distintas fuentes de información muestran que el empleo asalariado continúa creciendo con fuerza, al igual que el indicador de vacantes.

Comenta el señor Valdés, que en el lado opuesto, también podría argumentarse a favor de aumentar la tasa de política monetaria en más de 25 puntos base, los riesgos que involucra para el escenario central de precios la mayor inflación efectiva, el aumento de algunas medidas de la tendencia inflacionaria, en particular del IPCF12-24, y el comportamiento del precio del petróleo. A ello se agrega, la inesperada persistencia de los elevados precios del cobre, que podrían implicar un mayor ajuste hacia arriba del precio de largo plazo de este metal, y la consiguiente expansión del gasto de gobierno el año 2007, con un efecto cambiario que mitigaría en algo los efectos inflacionarios del mayor gasto. Sin embargo, cree que cabe considerar que un aumento de la tasa de política monetaria de más de 25 puntos base sería contradictorio con la estrategia de ajustes graduales, resultaría especialmente difícil de explicar, y podría dar pie a múltiples interpretaciones. Por lo tanto, de evaluarse como relevantes los riesgos mencionados, lo que en sí es discutible porque puede argumentarse que es prematuro tomar acciones de política ante estos focos de riesgo dado que se desconoce su real magnitud y efectos, lo que cabría sería realizar ajustes de la tasa de política monetaria más seguidos, y no un aumento mayor en esta reunión.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Concluye el señor Gerente de División Estudios, que aunque hay bastante variabilidad entre las distintas encuestas, ellas en general señalan que una mayoría importante de los participantes de mercado y analistas, esperan un alza de 25 puntos base en esta reunión. Un alza de esta magnitud, por lo tanto, no debería tener grandes efectos sobre los precios financieros y es relativamente fácil de explicar.

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

El Gerente de Investigación Económica, señor Klaus Schmidt-Hebbel señala que las novedades que se han producido desde la última Reunión de Política Monetaria van en la misma dirección que las producidas durante los dos meses precedentes, en el sentido de llevar hacia arriba marginalmente en algunos casos, moderadamente en otros, las proyecciones de gasto, producto y precios agregados.

En las condiciones externas, el elevado aumento en el precio *spot* del cobre ha llevado a una revisión por parte del Banco de más 10% en el precio promedio proyectado para el año 2006, con el consiguiente efecto en el ingreso nacional y el ahorro fiscal durante el año 2006. Para el superávit fiscal total efectivo proyectado para el presente año, de 2,3% del PIB, la corrección de +10% en el precio promedio del cobre implica un incremento a un 3,4% del PIB anual. En la medida en que se corregirá el precio de largo plazo estimado en la Ley de Presupuestos para el año 2007, se elevará el gasto fiscal correspondientemente en ese mismo año. Una segunda novedad internacional es el aumento en la proyección del precio del petróleo de 3% para el 2006 y algo menos de 1,5% para el 2007.

En las condiciones internas, la depreciación del tipo de cambio nominal se ha visto reflejada en una corrección de +\$12 para la proyección de la paridad nominal \$/US\$ para todo el período de febrero a julio del presente año. También se mantienen muy elevadas las tasas de crecimiento para la mayoría de los agregados crediticios y monetarios, implicando condiciones monetarias expansivas por los *quántum*, que complementan las condiciones financieras expansivas por el lado de las tasas de interés. Además se observa durante este último mes un notable incremento en distintas medidas de compensación inflacionaria a distintos plazos, de entre 24 y 50 puntos base, ubicándose en rangos que ahora van de 2,8% a 3,2%.

Las expectativas de inflación se encuentran muy cercanas al 3%. Las proyecciones de medidas alternativas de inflación están en un rango algo preocupante de un 2,8% a un 5%, dependiendo del plazo y la medida.

Para nuestras proyecciones de inflación, los nuevos supuestos para el tipo de cambio nominal, el precio del petróleo y el aumento de tarifas de los microbuses en febrero, implican correcciones importantes en las proyecciones mensuales promedio de corto plazo para los siguientes seis meses de febrero a julio: un incremento de 0,6% para el IPC total, de 0,4% para el IPCX y de 0,2% para el IPCX1. Estas correcciones no son menores y podrían persistir por más de 6 meses, pero coincido en que no invalidan aún las proyecciones a 12 y 24 meses del IPoM de enero. Sin embargo implican un riesgo positivo para la inflación en el horizonte de política para 12 y 24 meses.

Las brechas de producto para el PIB resto en el escenario IpoM, se proyectan básicamente positivas para el año 2006 y cercanas a cero para los años 2007 y 2008, lo que refleja que estamos en un escenario de mayores presiones inflacionarias que en el pasado reciente, constituyendo una importante justificación para continuar con la normalización de la tasa de política.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Además, se mantiene aún una gran distancia entre el nivel actual de la tasa de política monetaria y cualquier nivel razonable estimado para la tasa de política monetaria neutral, del orden de 250 puntos base o más.

Estas novedades de este último mes, unidas a las que se observaron en la misma dirección para las proyecciones de gasto y de inflación en los últimos dos meses, reivindican como correcta la sucesión de cinco alzas que decidió el Consejo hasta noviembre del año pasado. Considerando, además, el doble descanso en alzas de la tasa de política monetaria observado en diciembre de 2005 y enero de 2006, en su opinión se justifica plenamente un alza de la tasa de política en 25 puntos base en esta ocasión.

El Gerente de División Política Financiera, señor Luis Óscar Herrera, señala que concuerda con el panorama que ha presentado la Gerencia de División Estudios. El escenario macro no presenta grandes cambios desde la Reunión de Política Monetaria anterior. Agrega que los datos de actividad y demanda confirman que el producto va creciendo en línea con lo proyectado y algo por encima de su potencial y que la demanda inicia un proceso de convergencia. Indica el señor Gerente, que este fenómeno es propio de la dinámica de sus componentes de inversión y consumo duradero. Hace presente, que aunque la inflación y sus medidas subyacentes superaron levemente lo proyectado en enero, su evolución responde a *shocks* de corto plazo. Las proyecciones de inflación de mediano plazo y las expectativas privadas permanecen bien ancladas en la meta.

Señala el señor Herrera, que la concreción de esas proyecciones y expectativas requiere que la política monetaria continúe normalizándose. Asimismo, menciona que esta es la expectativa que se encuentra implícita en las tasas de interés de mercados y de los operadores respecto de esta reunión de política monetaria. Concluye, que en base a estos elementos coincide con la recomendación efectuada por la Gerencia de División Estudios, en orden a aumentar la tasa de política monetaria en 25 puntos base.

El Gerente de Operaciones Financieras, don Esteban Jadresic, señala que concuerda con la recomendación que hace la Gerencia de División Estudios. Más allá de la incertidumbre que exista sobre la tasa neutral y que el momento de discutir ese nivel de a poco se va acercando, señala que la tasa de política monetaria sigue estando por debajo de ese nivel. Asimismo, agrega que con las dos pausas de los últimos meses ya se ha recuperado razonablemente el ritmo de normalización de la política monetaria que se había proyectado. Ese ritmo fue interrumpido por el riesgo de inflación que se vivió la segunda mitad del año pasado, pero hoy la economía evoluciona de una manera parecida a lo que se tenía antes de enfrentarse a ese riesgo inflacionario y que finalmente, debe considerarse que la inflación subyacente se ha ubicado por encima de lo esperado.

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

El Consejero señor Enrique Marshall, agradece al *staff*, por los informes preparados para esta reunión.

Agrega, que comienza destacando los antecedentes que le parecen relevantes para adoptar su decisión en esta oportunidad. En efecto, el escenario económico no ha experimentado cambios muy significativos desde la última reunión. Las condiciones externas siguen siendo favorables para nuestra economía, si se consideran las perspectivas



BANCO CENTRAL DE CHILE

de crecimiento de la economía mundial, los términos y condiciones para el financiamiento en los mercados internacionales, y los términos de intercambio. Destaca, que por el momento, un foco importante de preocupación es el precio del petróleo, pero en general, los riesgos de cambios disruptivos en las condiciones externas están acotados.

Señala el señor Consejero, que en el ámbito interno, las condiciones financieras siguen siendo expansivas. Las tasas de interés de mediano y largo plazo se han normalizado, dejando atrás el ajuste ocurrido en el cuarto trimestre del año pasado, en tanto los agregados monetarios y crediticios continúan creciendo a tasas elevadas.

Indica, que la demanda interna ha moderado su crecimiento, en general de acuerdo a lo previsto. Sin embargo, el consumo privado sigue mostrando un persistente crecimiento, que se relaciona con el optimismo que reflejan las encuestas de expectativas, la evolución del mercado laboral, y las favorables condiciones de acceso al crédito de consumo y vivienda aún prevalecientes en el mercado.

Hace presente también el señor Consejero, que concordante con todo ello, la actividad interna prosigue en una senda de convergencia hacia una expansión de tendencia.

En lo que se refiere a la inflación, la variación anual del IPC se ha vuelto a situar levemente por sobre el rango meta, en forma transitoria, y las proyecciones para los próximos meses se han ajustado levemente al alza.

Sin embargo, señala, los indicadores de tendencia continúan mostrando una convergencia hacia los valores centrales del rango meta en el mediano plazo, y las expectativas permanecen ancladas.

Los costos laborales exhiben tasas de variación más altas que en el pasado, pero ello es concordante con la evolución de la inflación y la actividad interna. En todo caso, le parece que los incrementos observados permanecen acotados.

Asimismo, menciona el señor Consejero, que el peso chileno ha exhibido en promedio una moderada depreciación. En suma, el escenario económico no ha experimentado cambios importantes y, por tanto, lo que corresponde es seguir aplicando la estrategia de gradual normalización de la política monetaria.

Agrega el Consejero, señor Marshall, que la ejecución de esta política debe considerar, necesariamente, la secuencia de los ajustes a través del tiempo. Por ello, un antecedente muy importante en esta oportunidad, son las dos pausas consecutivas efectuadas en diciembre y enero pasados.

Señala también, que el mercado espera que el Banco Central prosiga con sus ajustes a las tasa de interés, y que efectúe 4 ó 5 alzas de 25 puntos base cada una, en el curso del año. En lo que se refiere a esta reunión, el mercado espera mayoritariamente un alza de 25 puntos base.

Menciona también, que se debe tener en cuenta que, con la reciente decisión adoptada por la Reserva Federal de los Estados Unidos de América, la tasa de interés en dicho país ha quedado al mismo nivel que la tasa de política monetaria de Chile.

Señala que con todos estos antecedentes, estima que la opción de subir la tasa en 25 puntos base es la que merece ser atendida. En tal sentido, coincide con lo señalado en la Minuta de la Gerencia de División Estudios.

En su opinión, la decisión adoptada en enero pasado tenía plena validez en el



BANCO CENTRAL DE CHILE

entendido que se efectuarían ajustes en los meses venideros, si la economía continuaba desenvolviéndose en los términos visualizados, que es lo que ha ocurrido. Por tanto, un alza de la tasa en 25 puntos base es concordante con la secuencia de ajustes futuros que se proyectaba o esperaba en esa oportunidad.

Si la opción fuese mantener la tasa en su actual nivel por tercer mes consecutivo, estima que se asumirían riesgos mas allá de lo recomendable, se entregaría una señal equívoca sobre la estrategia en curso y ello podría afectar las expectativas del mercado. Así, podrían verse enfrentados a la necesidad de acelerar bruscamente el proceso de normalización, en los próximos meses.

Indica, que tampoco le parece plausible la opción de subir la tasa en más de 25 puntos base en procura de acotar determinados riesgos, porque ello implicaría en buena medida abandonar la actual estrategia de normalización gradual, y entregaría al mercado una señal que, en su opinión, no se condice con el conjunto de antecedentes disponibles.

En virtud de lo señalado, vota por subir la tasa de política monetaria en 25 puntos base.

El Consejero señor Manuel Marfán, señala que, como siempre agradece el análisis del *staff*, y agrega que, en términos gruesos, la coyuntura que enfrentan se enmarca dentro del escenario central contemplado en el último IPoM. En lo externo, el menor crecimiento observado en las últimas cifras de los Estados Unidos de América se percibe transitoria. Llama la atención, sin embargo, que los precios internacionales del cobre y del petróleo mantienen una tendencia alcista por sobre el escenario central.

Indica el señor Consejero, que no se ha acumulado evidencia sin embargo, que llegue a corregir los precios de mediano plazo al cual se espera que converjan.

El escenario interno también ha estado, en lo grueso, dentro de lo previsto, la evidencia reciente confirma la hipótesis que la desaceleración del segundo semestre del año 2005, fue transitoria.

Menciona también el señor Consejero, que el ajuste del tipo de cambio contemplado en el escenario central, en tanto, se produjo más rápido que lo anticipado y la inflación de enero, en todas sus mediciones, estuvo marginalmente por sobre lo esperado.

Con todo, las expectativas de mediano plazo siguen bien ancladas y no se aprecian razones para corregir el escenario central. En ese contexto, la decisión de política monetaria de este mes aparece como trivial, después de dos pausas consecutivas, y le parece razonable retomar la normalización gradual del elevado impulso monetario actual, esto es, por lo demás, lo que espera mayoritariamente el mercado.

En consecuencia, vota por elevar la tasa de política monetaria en 25 puntos base.

El Consejero, señor Jorge Desormeaux, manifiesta que el informe de la Gerencia de División Estudios es bastante claro. Desde nuestra última reunión el panorama externo se mantiene auspicioso para la economía chilena, tanto en términos de actividad como de condiciones financieras, el precio del cobre ha llegado a niveles superiores a los previstos, y en términos nominales registra niveles sin precedentes. La economía mundial mantiene su dinamismo pese a una cierta debilidad en el margen, en la economía de los Estados Unidos de América.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Señala el señor Consejero, que en el plano interno, los antecedentes disponibles son enteramente consistentes con el escenario central que describe nuestro informe de política monetaria de enero. De ese modo, la desaceleración del tercer trimestre habría sido esencialmente transitoria, con lo cual se han afianzado las estimaciones de crecimiento para este año y las proyecciones para el próximo.

Agrega, que paralelamente, la demanda interna observa una moderación en su crecimiento, el que se concentra en la inversión de maquinarias y equipos, y el consumo de bienes durables.

En este contexto, las condiciones monetarias y financieras siguen siendo expansivas y la evolución de los precios y costos continúa normalizándose. Es más, la evolución del IPC y las medidas subyacentes han estado levemente por encima de lo proyectado, aún cuando ello resulta compatible con el escenario central de nuestro informe de política monetaria.

Agrega el Consejero señor Desormeaux, que este escenario consulta un ajuste gradual de poco más de 100 puntos base en la tasa de política monetaria en los próximos 12 meses, de forma de garantizar la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de política.

Es por ello, que después de dos pausas consecutivas resulta inescapable un ajuste al alza en la tasa de política monetaria, en el día de hoy. Indica, que esta decisión es también la que espera una amplia mayoría del mercado. Por el contrario, la mantención de la tasa de política monetaria en el día de hoy resultaría difícil de entender para éste, y como señala la Gerencia de División Estudios, tampoco podría ello conciliarse con el diagnóstico de nuestro escenario central.

En mérito de lo anterior, vota, en consecuencia, por un alza de 25 puntos base en la tasa de política monetaria.

El Vicepresidente, señor José De Gregorio, señala que el Banco Central de Chile inició un proceso de ajuste gradual de la tasa de política monetaria en septiembre del año 2004, producto del positivo ciclo de actividad con sus consecuencias inflacionarias. Este proceso ha tenido por objetivo mantener ancladas las perspectivas inflacionarias en torno al centro del rango meta, en un horizonte de 12 a 24 meses.

La evolución de la inflación así como sus perspectivas actuales, demuestran que este proceso ha sido exitoso, y ha permitido que la economía crezca de manera balanceada, en un contexto de estabilidad de precios.

Por su parte, indica el señor Vicepresidente, que el compromiso antinflacionario en conjunto con un tipo de cambio flotante, han evitado aumentos excesivos e insostenibles del nivel de actividad que terminen en procesos de ajustes severos, los que impondrían costos desmedidos de actividad para cumplir con la meta inflacionaria.

Señala, que una característica importante de este ajuste ha sido que contempla pausas, en la medida que se va retirando el impulso monetario y se aproxima a la tasa neutral, de cuyo nivel exacto naturalmente existe incertidumbre, pero ciertamente, estima que es mayor que la tasa actual.

De hecho, la coyuntura de nuestras dos últimas reuniones, sugirió que era apropiado realizar pausas, y es así como la tasa de política monetaria se ha mantenido en



BANCO CENTRAL DE CHILE

4,5% anual desde noviembre del año pasado. Aunque en un momento ello pudo haber generado sorpresas en los mercados y entre los analistas, cree que resultó conveniente para comunicar que el cumplimiento de la meta no requería de un ajuste de la tasa todos los meses. Indica además, que estas pausas ocurrieron cuando hubo una importante e inesperada apreciación del tipo de cambio, que en el escenario más probable reducía las presiones inflacionarias y permitía disminuir la velocidad de ajuste de tasas.

Sin embargo, señala que la dirección de la política monetaria no ha cambiado, y a su juicio, debe seguir el curso de ir aumentando gradualmente la tasa de interés, lo que se argumentó precisamente en el último informe de política monetaria.

Hace presente, que la evolución de la actividad económica, no ha mostrado sorpresas significativas que hagan variar nuestro escenario base. La economía mundial sigue creciendo con vigor, la actividad interna también, y más allá de vaivenes en la inflación del IPC las diversas medidas de inflación subyacente están contenidas dentro del rango meta al igual que sus proyecciones para el futuro cercano. Sin embargo, la evolución de la inflación y el cumplimiento de la meta contemplan una política monetaria que seguirá reduciendo su grado de expansividad, por lo tanto le parece prudente que este mes se siga subiendo la tasa de interés.

Lo más probable es que los ajustes de la tasa de política monetaria no ocurran con la velocidad del segundo semestre del año pasado, lo que el mercado ha internalizado, por lo que se debe seguir con la estrategia de normalización de la política monetaria y una pausa de dos meses, le parece más que razonable. Agrega que en su opinión extender esta pausa podría dar señales muy confusas sobre nuestra política y al mismo tiempo podría requerir de ajustes más rápidos en el futuro.

Por otra parte, la evolución de las tasas largas indicaría la necesidad de dar una señal que la normalización continúa y de no ser así se estaría arriesgando mantener condiciones financieras muy expansivas, las que podrían inducir presiones inflacionarias indeseadas.

Es por ello, que cree que la mejor opción es subir la tasa de política monetaria en 25 puntos base y, en consecuencia, vota en tal sentido.

El Presidente señor Vittorio Corbo, señala que una vez más felicita a la Gerencia de División Estudios por su valiosa y clara presentación de opciones de política y también agradece el material proporcionado por la Gerencia. Indica que, de acuerdo a los antecedentes presentados, las noticias acumuladas desde la última Reunión de Política Monetaria muestran que el entorno externo se mantiene boyante, mientras que en el interno el consumo privado mantiene su dinamismo, y el producto sigue creciendo por sobre el producto de tendencia.

El buen escenario externo, se refleja en un precio del cobre que sigue marcando valores nominales históricos y condiciones financieras muy favorables, a pesar del progreso en la normalización de la política monetaria en Estados Unidos de América. En la parte negativa, el precio del petróleo ha aumentado como también su volatilidad, afectado por problemas geopolíticos en un mercado que se mantiene estrecho, lo que puede retardar su normalización.

Indica el señor Presidente, que en el entorno interno, la actividad industrial se acelera, confirmando que el debilitamiento del tercer trimestre tuvo un importante componente transitorio. La minería también se acelera y sólo el comercio presenta signos de debilidad, que al parecer serían transitorios. En el lado de la demanda interna, tal como se preveía, se comienza a ver una desaceleración en el crecimiento de las ventas de



automóviles nuevos y de maquinaria y equipos. En contraste, el consumo privado sigue dinámico apoyado por el continuo fortalecimiento del mercado laboral para los asalariados, y las buenas expectativas de los consumidores. Esta dinámica del consumo privado esta apoyada por el favorable escenario externo y condiciones financieras domésticas que se mantienen muy expansivas.

En enero, las distintas medidas de inflación estuvieron por sobre lo proyectado debido a aumentos de precios de alimentos no perecibles, combustibles y precios regulados. En lo que se refiere a los costos laborales y los costos unitarios del trabajo estos siguieron aumentando su tasa de variación anual. La inflación anual superó el techo del rango meta y las medidas de tendencia inflacionaria se mantienen en torno al 3%. Además, las proyecciones de inflación de corto plazo se corrigen al alza.

Señala el señor Presidente, que este conjunto de noticias muestra una economía que sigue expandiéndose a una tasa por encima de la estimación del crecimiento del producto de tendencia, con condiciones financieras muy expansivas, una inflación total anual por encima del rango meta, distintas medidas de tendencia inflacionaria que ya se ubican en torno al 3% y con una tasa de política monetaria muy por debajo de la tasa neutral. Con estos antecedentes, se incrementa el riesgo de que la inflación de tendencia se comience a alejar en forma persistente del centro del rango meta, y que termine por desanclar las expectativas de dicho centro. Este riesgo se ve exacerbado por los potenciales efectos de segunda vuelta de los aumentos de la inflación, sobre los patrones de ajuste de salarios y precios.

Dado lo anterior, y consistente con el escenario central del último IPoM, el señor Presidente estima que lo prudente es continuar con el proceso de normalización de la política monetaria, para reducir el riesgo que la tendencia inflacionaria se aleje de manera persistente del centro del rango meta, y de esta forma contribuir a que este ciclo expansivo sea sustentable. Por esta razón, vota también por un aumento de 25 puntos base en la tasa de política monetaria.

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

89-01-0602109 – Tasa de Política Monetaria.

En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base hasta 4,75% anual.

Comunicado

“En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base hasta 4,75% anual.

El entorno externo relevante para la economía chilena sigue siendo favorable, persistiendo un elevado precio del cobre y un propicio ambiente financiero internacional. En el país, las condiciones financieras siguen siendo expansivas. La demanda interna comienza a moderar su elevada tasa de crecimiento y la actividad continúa creciendo a un ritmo por encima de su tendencia. Ello reafirma que la desaceleración del producto observada durante el tercer trimestre del año pasado habría sido en parte transitoria, en línea con lo



BANCO CENTRAL DE CHILE

esperado en el último Informe de Política Monetaria. Aunque la creación de empleo ha moderado su ritmo de expansión anual, la ocupación asalariada continúa creciendo con fuerza.

La inflación anual se ubicó algo sobre 4% y las medidas de inflación subyacente IPCX e IPCX1 (que excluyen combustibles, perecibles y algunos servicios regulados, entre otros) ya se encuentran en torno a 3%. Pese a que se espera que la inflación anual continúe sobre 4% en el corto plazo, se mantiene la perspectiva de una convergencia hacia 3% en el curso de este año, coherente con el escenario central del último Informe de Política Monetaria. Otros indicadores de la tendencia inflacionaria y las distintas medidas de expectativas de inflación continúan bien ancladas en torno al centro del rango meta.

El Consejo estima que, en el escenario más probable, continuará reduciendo pausadamente el estímulo monetario prevaleciente, de manera de mantener una trayectoria esperada para la inflación en torno a 3% anual en el horizonte habitual de política de 12 a 24 meses.”

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17.30 horas.

JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Vicepresidente

VITTORIO CORBO LIOI
Presidente

MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Consejero

ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero

NICOLÁS EYZAGUIRRE GUZMÁN
Ministro de Hacienda

MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe