



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 96 celebrada el 10 de agosto de 2006

En Santiago de Chile, a 10 de agosto 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.

Asisten también:

Gerente General, don Alejandro Zurbuchen Silva;
Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldívar;
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;
Gerente de División Operaciones Financieras,
don Esteban Jadresic Marinovic;
Gerente de División Política Financiera, don Pablo García Silva;
Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Igal Magendzo Weinberger;
Gerente de Información e Investigación Estadística,
don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente de Mercados Financieros Nacionales,
don Beltrán De Ramón Acevedo;
Gerente Asesor de Comunicaciones, don Luis Alberto Álvarez Vallejos;
Jefe Departamento Análisis de Coyuntura, don Enrique Orellana Cifuentes;
Asesor del Ministro de Hacienda, don Luis Felipe Céspedes Cifuentes;
Secretaria Ejecutiva Gabinete de la Presidencia, doña Cecilia Feliú Carrizo;
Economista Senior, don Rodrigo Caputo Galarce; y
Secretario General, don Jorge Court Larenas.

El Presidente señor Vittorio Corbo, da cuenta al Consejo que el señor Ministro de Hacienda ha excusado su asistencia a esta Sesión, por encontrarse en una reunión con su Excelencia la Presidenta de la República.

A continuación el señor Presidente fija la fecha de la Sesión de Política Monetaria del mes de febrero de 2007, para el día 8 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.

A continuación, 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, manifiesta que respecto a puntos destacados, en relación al escenario internacional, se tiene en primer término que los indicadores de actividad en Estados Unidos de América durante este mes dan cuenta de un crecimiento que se ha desacelerado. Señala el señor Lehmann que este factor, junto con presiones inflacionarias que debieran tender a moderarse, han llevado a la Reserva Federal a mantener en su última reunión, la tasa de política monetaria. En segundo lugar, el crecimiento de otras regiones se muestra más dinámico, destacando especialmente la expansión de China. Hay algunas variaciones también en otras regiones, producto de datos más recientes. En tercer término, las condiciones financieras externas se mantienen ventajosas. Respecto a precios de commodities, el cobre y el petróleo se ubican en trayectorias por sobre lo anticipado. Indica el señor Gerente que en ambos casos, se han registrado problemas en producción que han elevado las primas por riesgo en el abastecimiento y en el caso del crudo, el premio por riesgo geopolítico se mantiene excepcionalmente alto. Hace presente también el señor Lehmann, que los indicadores financieros de las economías emergentes han mejorado durante las últimas semanas.

El señor Lehmann informa que respecto a Estados Unidos de América, el Índice de Gerentes de Compras, ISM, particularmente el referente al sector no manufacturero y servicios muestra una desaceleración importante y, en el caso del sector manufacturero, si bien se ha mantenido relativamente estable en el último mes, se muestra bajo el promedio exhibido en períodos de expansión. En cuanto a la producción industrial, si bien ha mostrado un crecimiento positivo, está por debajo de lo registrado en meses anteriores y la capacidad utilizada sigue aumentando.

Menciona el señor Gerente, que el empleo ha tendido a reducirse en términos de trayectoria y que el empleo total sin embargo, mantiene de todas maneras índices de crecimiento. Agrega que indicadores complementarios como las solicitudes de desempleo y seguro de desempleo, han tendido a aumentar, reflejo de un sector laboral que se muestra menos dinámico. Por otra parte, la confianza de los consumidores, se ha mantenido relativamente estable, lo que se refleja tanto en la visión respecto a la situación actual, que incluso marginalmente se desacelera, y también lo referido a expectativas.

El señor Gerente señala que en el rubro ventas de viviendas y expectativas respecto a ventas hacia futuro, éstas se han desacelerado en forma relativamente importante, y particularmente el componente expectativas muestra una caída significativa.

Indica el señor Lehmann que, respecto a balanza fiscal y cuenta corriente en general no se ven novedades muy significativas; y que la balanza fiscal se observa algo mejor de lo que se ha visto en meses anteriores, y en lo referente a cuenta corriente se presenta bastante estable. Asimismo, indica que en el balance de exportaciones menos importaciones se muestra también cierta estabilidad, creciendo algo más las primeras por sobre las segundas.

Señala el señor Gerente que, respecto a Europa, en términos del clima negocios, ha decrecido la percepción positiva lo que anticiparía un segundo semestre menos acelerado que el primero. Menciona que, respecto a encuestas de gerentes de compras, se aprecia que particularmente los servicios muestran una desaceleración en línea con lo que se observa en Estados Unidos de América y también en los futuros.

En lo que dice relación a producción industrial, señala el señor Lehmann, que este indicador se mantiene positivo con un crecimiento algo por sobre el 2%. En ventas al detalle se observan cifras positivas, particularmente en Francia y Alemania, lo cual revela que por el momento la demanda interna mantiene un cierto dinamismo con crecimientos que se van acercando al 2%. Respecto a mediciones de PIB, se ha mostrado una trayectoria positiva durante los últimos meses, pero el último mes, en particular, muestra cierta estabilidad también revelando que hacia el segundo semestre la dinámica va a ser menor a la observada en el primer semestre. Agrega que en Japón el consumo privado ha mantenido una trayectoria



BANCO CENTRAL DE CHILE

positiva; la actividad industrial también muestra una dinámica; la producción industrial con tendencia creciente; y las exportaciones mantienen expansiones significativas. En China el consumo se mantiene dinámico y llaman la atención los datos de crecimiento del segundo trimestre, donde la inversión en activo fijo ha seguido creciendo, según los últimos datos algo más dinámico que en meses anteriores, y la producción industrial también ha tenido una aceleración de los últimos meses. El Gerente de Análisis Internacional, señor Sergio Lehmann, señala que esto lleva a revisar el crecimiento para este año de 5,0% a 5,1%, que se asocia particularmente a un crecimiento de China más acelerado, tal como se observa de 9,7% a 10%, a propósito de las cifras efectivas que se han visto en el primer y segundo trimestre. Por otra parte, agrega el señor Gerente que con respecto a Estados Unidos de América, el crecimiento se observa estable pero que sin embargo, para el próximo año se prevé un crecimiento más bajo, a propósito de la desaceleración que está mostrando la economía. No obstante, el próximo año habría un crecimiento algo mayor de una décima, el que se explicaría por el crecimiento de China de 1% por sobre lo anticipado hace un mes atrás.

Señala el señor Lehmann, que con respecto al precio del cobre ha habido cierta volatilidad, primero con una caída y posteriormente una recuperación, asociada a la situación de Codelco, particularmente por una menor producción por el derrumbe que sufrió el yacimiento Codelco Norte y también, por la negociación laboral que se está llevando en Minera Escondida, que tiene paralizada una parte de su producción. Señala que con respecto a otros metales, se ha observado un comportamiento similar, tal vez no de la misma magnitud que en el caso del cobre, sí en el caso del zinc, pero no con el resto de los metales. Comenta el señor Lehmann, que la proyección para este año y el próximo, en el precio del cobre se ajusta al alza, esto es de 290 centavos de dólar la libra a 105 centavos de dólar la libra. Agrega también que la trayectoria del precio del cobre lleva correcciones para el año 2007.

Respecto al precio del petróleo, se ha mantenido estable en US\$ 75 el barril y se esperaba una trayectoria que presentara una reducción del precio, lo que no se ha dado, como consecuencia de premios por riesgo de abastecimiento. Indica que la trayectoria de los futuros está bastante plana en agosto, y los niveles que se observan hoy se encuentran en torno a US\$ 75 – US\$ 76.

Por otra parte, señala el señor Lehmann que los precios de la gasolina, han variado en línea con el comportamiento que ha tenido el precio del petróleo y se han mantenido en niveles bastante elevados, y ello fundamentalmente porque el margen de refinación se ha mantenido elevado.

En términos de inflación, señala el señor Gerente que no existen novedades importantes. La inflación se mantiene elevada, que incluye tanto las medidas *headline* como las medidas *coreline* en el caso de Estados Unidos. En el caso de la zona Euro, señala que los niveles de la inflación se han mantenido estables, pero a niveles no del todo deseables para las autoridades monetarias. En Japón se ha mantenido una trayectoria al alza. Lo anterior ha llevado primero, en el caso particular de Europa y Japón, a confirmar que no hay cambios significativos en términos de los futuros respecto a cómo se ve la tasa de política hacia delante y segundo, en el caso de Estados Unidos de América, sí vemos una corrección hacia la baja, y esto a propósito de las cifras fundamentalmente de actividad y de empleo.

En cuanto a la asignación de probabilidad que el mercado le otorga a un alza de la tasa de política monetaria de la Reserva Federal, en el mes de septiembre de 2006, es un alza a 5,5% o su mantención en 5,25%. La probabilidad que el mercado le asignaba ayer era de aproximadamente 30%; de un alza a 5,5% y el 70% aproximadamente que se mantuviera. Para el mes de diciembre la probabilidad de que llegue a 5,5% es de aproximadamente un 60% y de que se mantenga un 5,25% es de un 40%.

En la zona Euro, las probabilidades de alza de la política monetaria de 3,25% y de 3,5%, en las reuniones de octubre y diciembre, respectivamente, es de un 100%.



Respecto a las tasas de interés de largo plazo, la tasa en dólares y en euros, muestra una trayectoria hacia la baja y esto ha sido fundamentalmente por datos de actividad que han sido más débiles y por lo tanto también expectativas de que no haya aumentos adicionales eventualmente en la tasa de política, lo que se refleja en las tasas largas.

Señala el señor Lehmann que el *spread* de los bonos de Codelco ha aumentado más que el de otros bonos y esto podría asociarse al derrumbe de Codelco Norte así como también, a las expectativas respecto a las negociaciones que van a iniciar las distintas divisiones hacia fin de año.

El Gerente de Análisis Internacional, señala que el movimiento de los *spreads* de economías emergentes se presentan más bien hacia la baja, y el rendimiento de tasas largas en esas economías ha sido también hacia la baja, en línea con las tasas largas globales, en general. En cuanto a paridades, el dólar tendió a depreciarse. Todas las monedas en general han tendido a apreciarse, esto ocurre en Europa, Japón y América Latina.

Menciona el señor Lehmann, que las Bolsas de economías emergentes han estado en línea con una percepción más positiva.

El señor Presidente señor Vittorio Corbo ofrece la palabra para comentarios.

Consulta el Consejero señor Jorge Desormeaux cuál es la situación de los futuros a 7 años, que siempre se mencionan como indicadores de expectativas de largo plazo. Responde el señor Lehmann, que tiene la impresión que se encuentran bastante planos y que, en todo caso, los futuros muy alejados en el tiempo son muy poco líquidos. Por lo tanto, la información que se puede obtener de ellos resulta bastante débil.

Señala el señor Lehmann, que se están haciendo algunos ajustes de carácter técnico, más bien en lo que se refiere al precio del cobre, para la reunión que se efectuará mañana respecto a la discusión que siempre se presenta sobre dicho precio, en el sentido si es el real o el nominal.

En cuanto a los precios de la gasolina, el Consejero señor Manuel Marfán consulta si los precios que se proyectan están desestacionalizados, porque dicho producto en el verano americano es particularmente alto. El señor Lehmann responde que estas cifras se presentan desestacionalizadas. Sin embargo, si uno compara con periodos equivalentes en el pasado, de todos modos está históricamente más alto. Agrega que, en todo caso, en términos relativos, los inventarios son más pequeños en relación a la demanda.

En relación al gráfico que se presenta respecto de los futuros, consulta el Consejero señor Marfán si posible hacer algo parecido para Chile con los datos diarios. Sobre el particular, el Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés señala que los datos a partir de los cuales se construye la curva *forward* se calculan con un promedio semanal, a fin de poder contar con alguna información. Consulta el señor Presidente, si es posible hacerlo en forma semanal. El Gerente de División señor Valdés, manifiesta que para los gráficos que se proporcionan no se calcula probabilidad, pero sí se proyecta la tasa que espera el mercado a una fecha determinada.

El Consejero señor Marfán, consulta si es posible hacer este cuadro con una semana móvil. El Gerente de División señor Valdés señala que de esa manera sería posible.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Gerente de Mercados Financieros Nacionales, señor Beltrán De Ramón, comenta que esa Gerencia efectúa una encuesta semanal a los operadores de mesa la que ha ido mostrando cambios. Por ejemplo, durante este mes se movió primero 7% después 13%, luego 7% y terminó en un 100% por la mantención de la tasa. Agrega, que en el caso de los precios, esto resulta más difícil por cuanto el único precio de corto plazo con que se cuenta, es el PDBC de 30 días, que como se sabe se encuentra generalmente influido por la Reserva Técnica, lo que produce que esa tasa esté bajo la tasa de política monetaria. Por consiguiente, estima que podría efectuarse una lectura errada de que el mercado supusiera que el Banco Central bajaría la tasa, sin que ello sea efectivo. Agrega el Gerente señor De Ramón, que le parece que la encuesta a operadores de mesa puede proporcionarnos lo que podría reflejarse en un gráfico como el que se pretende efectuar, pero obviamente no tan elaborado.

El Presidente, señala que este tema se analizará debidamente a fin de determinar si es posible contar con la información.

El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, señala que quiere llamar la atención sobre un tema que le parece evidente, esto es que existe una mayor heterogeneidad en el mundo, entre los países, ya que Estados Unidos de América ha perdido fuerza y por otro lado, ha aumentado la de otros, lo cual de algún modo le parece que es una buena noticia en algún aspecto. En su opinión, sin embargo, esta situación producirá un escenario de riesgo, porque el crecimiento de algunos países dependerá de la demanda interna. En particular, no sabe si Japón, Europa y probablemente China sean capaces de sostener ese crecimiento. Agrega también, que el cuadro de crecimiento global que se observó, que es optimista, tiene un riesgo a la baja en el sentido que Estados Unidos de América, que puede ser líder en el ciclo o puede no estar considerando adecuadamente los efectos de segunda vuelta, situación que podría afectar a otras economías en el escenario actual. A lo anterior, se aprecia otro aspecto técnico en el sentido que las contribuciones del crecimiento mundial no es claro que deban hacerse a paridad de poder de compra (PPP) o a precio de mercado. Agrega el señor Valdés, que probablemente a precio de mercado sea lo correcto en el mundo de los *commodities* y en el mundo del comercio.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que siendo efectivo lo que menciona el Gerente de División Estudios, también se consideraba en el escenario central que habría un aterrizaje suave de los desequilibrios globales. Agrega que si hubiéramos imaginado que a esta altura del año Estados Unidos de América bajaría los precios de las viviendas, que mejoraría su situación fiscal y que se desaceleraría la demanda interna, habríamos pensado que esta circunstancia formaba parte de nuestro escenario central. Menciona también, que le sorprendería que existiera exactamente la situación contraria y que lo único que no le hace sentido es que la cuenta corriente sigue mostrando una tendencia. En consecuencia, estima que siendo consistente con nuestro escenario central, el comentario del Gerente de División Estudios más bien apunta a un escenario de riesgo.

El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, señala que concuerda con lo señalado por el señor Consejero señor Marfán y cree que el escenario central es favorable, no obstante estima que éste presenta una crisis, en el sentido que el ajuste no es abrupto, pero tampoco que se trate de un escenario tan benigno. Indica, que le parece positivo, en el sentido que cuando hay un ajuste de cuenta corriente se resiente en algo el crecimiento. En consecuencia, le parece al señor Valdés, que el crecimiento global siendo positivo y parte del escenario central, puede ser algo elevado si es que verdaderamente se produjera un ajuste suave de la cuenta corriente.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Vicepresidente señor José De Gregorio señala, que si se pone una cifra al efecto crecimiento, los desbalances en la economía desarrollada, de acuerdo a la evidencia histórica, no dan los ajustes globales para una caída demasiado fuerte. Además, el Vicepresidente cree que toda esta discusión, si uno sintetiza el aspecto central de este tema, es que estamos en línea.

El Consejero señor Jorge Desormeaux indica que tiene una visión distinta sobre el particular y cree fuertemente en lo señalado por el Gerente de División Estudios, en el sentido que existe un cambio, y concuerda que en el corto plazo el escenario externo sigue estando dentro del escenario central, porque tenemos una economía norteamericana que se desacelera, y como se ha señalado en muchas publicaciones, se está produciendo una rotación y están creciendo más otras áreas del mundo. El Consejero señor Desormeaux se pregunta si en la economía mundial existen varias locomotoras o una sola de ellas que la impulsa. Consulta si en esta hipótesis cuando una frena, puede otra reemplazarla o estamos en un mundo en que existe una sola locomotora que va adelante, que es Estados Unidos de América que tiene un rezago y está comenzando a frenar y por consiguiente todas las demás terminarán también frenando. Por último, comenta que si se analiza lo que ha pasado en el mundo en los últimos años, existe una sola locomotora y el mundo camina claramente hacia una desaceleración de la economía. Agrega que lo que se está viendo en Europa, Asia y en general en las áreas emergentes es simplemente que estos países están llegando a su pick, para después comenzar el proceso de desaceleración.

El Vicepresidente señor De Gregorio señala no entender la discusión que se plantea. Agrega que le parece razonable lo que señala el Consejero señor Desormeaux, y por eso el crecimiento mundial está cayendo tres décimas. Señala, que este último hecho no le parece tan dramático, y lo que le preocupa es la afirmación que el mundo va a estar peor, y que esa precisamente es la discusión. Afirma al respecto, que si el escenario que describe el Consejero señor Desormeaux es efectivamente cierto, habría que revisar seriamente nuestro escenario central de crecimiento del mundo y este es uno de los temas que analizaremos a propósito de la elaboración del IPoM.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que en este análisis hay un tema de probabilidades, que se viene discutiendo desde hace mucho tiempo, en el sentido si va a haber ajuste suave, aterrizaje suave o abrupto. En consecuencia, una economía como la norteamericana que estaba tan desajustada, mientras más se posterga la probabilidad de que el ajuste sea abrupto es más alta. Señala que en esta hipótesis sigue quedando fuera el tema de la cuenta corriente que aparentemente no se estaría ajustando.

El Consejero señor Enrique Marshall manifiesta que coincide en el enfoque que le ha dado el Gerente de División Estudios al tema y las preocupaciones que ha manifestado. Agrega que una primera lectura del cuadro de proyecciones lo deja bastante tranquilo, ya que se han ajustado hacia arriba marginalmente, y la diferencia entre el año 2006 y el año 2007 sería apenas de tres décimas en la tasa de crecimiento global, pero cuando se miran las proyecciones de las regiones, surgen algunas interrogantes que no son fáciles de despejar.

El Presidente señor Vittorio Corbo, indica que estas proyecciones que están muy alineadas, se construyen con un modelo de interacción entre países, o sea, el efecto de Estados Unidos de América en los otros países es tomado en cuenta dentro de un modelo integrado. Le parece al señor Presidente que se presenta un escenario en el que la economía mundial se está desacelerando como se esperaba, y la duda es si se intensifica esta desaceleración, especialmente si Estados Unidos de América tiene una corrección más grande



BANCO CENTRAL DE CHILE

en el precio de las viviendas. Sin embargo, cree que se trata de una desaceleración buscada, que va en la dirección correcta. Comenta que existe un riesgo adicional que es el petróleo, pero le parece que el escenario central sigue siendo favorable. Además menciona que existen, aparte del petróleo, otros riesgos como que la inflación en los países industriales sea mucho más persistente de lo que se pensaba y ello significa aumento de tasas de interés más fuerte y en esta situación sí habría mayor desaceleración.

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 señor Magendzo señala que tipo de cambio no ha mostrado grandes movimientos, oscilando entre \$ 539 y \$ 546 por dólar en el último mes y promediando en lo más reciente una cifra algo por sobre la vigente al cierre de la reunión de julio. Las medidas multilaterales, TCM, TCM-5 y TCM-X tuvieron variaciones de 0,9%, 1,0% y 0,8% en igual lapso, respectivamente. El TCR finalizó julio con un nivel promedio de 93,7, igual al valor del mes anterior.

Al igual que el mes pasado, señala el señor Magendzo, la expansividad de las condiciones financieras internas no continuó reduciéndose. Las tasas de interés de los documentos en pesos del Banco Central de Chile cayeron desde la última reunión, los BCP entre 15 y 17 puntos base, lo mismo que las de los BCU, entre 12 y 13 puntos base, ambas en línea con sus similares externas. La tasa de crecimiento anual del dinero M1 disminuyó levemente, manteniéndose por sobre los niveles de los primeros meses del año. El incremento anual de los agregados crediticios sigue estable en niveles altos, al igual que en los últimos dieciocho meses. La tasa de interés aplicada en las colocaciones de consumo cayó en julio 30 puntos base, hasta 27,4% anual, mientras la de operaciones con empresas no varió, 10,4% anual. La bolsa local, en línea con otras economías emergentes, aumentó su valor, 3,3% medida en pesos desde el cierre de la reunión de julio.

Hace presente el señor Magendzo, que las cifras de junio indicaron, por segundo mes consecutivo, que la actividad continúa aumentando lentamente su tasa de crecimiento una vez eliminados efectos estacionales y calendario. La tasa de crecimiento anual del Imacec llegó a 4,5% en junio, cifra por debajo de lo esperado hace un mes por el mercado (5% a 5,5%). Al mismo tiempo, se siguió apreciando una heterogeneidad en la evolución sectorial, con un mayor dinamismo del comercio y uno menor de la industria. Con esto, en el segundo trimestre la actividad habría aumentado a una tasa cercana a 4,5% anual (5,1% el primer trimestre). Los antecedentes disponibles apuntan a que el ritmo de crecimiento contemplado para el segundo semestre sería algo inferior al previsto.

Menciona el señor Gerente, que durante el último mes se conjugaron diversas noticias de distinto signo sobre la inversión. En julio las importaciones de bienes de capital totalizaron US\$ 607 millones CIF (US\$ 641 y US\$ 577 millones en mayo y junio, respectivamente), y su tasa de variación anual fue negativa: -2,7% (16,6% y -1,3% en mayo y junio, respectivamente), principalmente por el efecto de la alta base de comparación de 2005. Las ventas del sector inmobiliario mostraron un fuerte caída anual en junio: -16% (1,4% y -10,2% en abril y mayo), tendencia que fue corroborada por fuentes alternativas, apreciándose un aumento en el número de meses necesarios para agostar el *stock* disponible (esto pese a que se aprecian divergencias de la evolución del *stock* en las distintas fuentes de información). Los indicadores de actividad del sector construcción para junio muestran tasas de variación anual crecientes, aunque en julio, considerada la escasa información disponible, el panorama es menos optimista. Finalmente, la información del catastro de obras de ingeniería de julio indicó una corrección al alza en el valor de los proyectos para el período 2006-2009. Para el año en curso, la corrección fue relativamente acotada, con tasas de variación anual similares a



BANCO CENTRAL DE CHILE

las informadas en abril, pero con perfiles de cumplimiento algo distintos. Para el 2007, 2008 y 2009, en cambio, se verificó una corrección importante en el valor de los proyectos. Más allá de que en la medida que se acerca el período calendario se incorpora mayor información, la revisión de 2007 a esta fecha fue del orden de 30% en el valor de los proyectos, cifra mayor a la observada el año anterior para la inversión proyectada a un año plazo (10%).

Comenta el señor Magendzo, que la evolución de los indicadores parciales del resto de la demanda interna —consumo y existencias— sigue en línea con el escenario base del IPoM de mayo y lo apreciado en los meses recientes. Agrega, que los indicadores parciales de consumo de junio, con su volatilidad habitual, apuntan a tasas de crecimiento anual similares a las del primer trimestre. El comportamiento de los indicadores de consumo reafirma la resistencia que este componente de la demanda interna ha mostrado a los altos precios del petróleo y sus derivados. Con ello, se sigue configurando un escenario en que la demanda interna continúa creciendo a tasas similares a las previstas, pero con un mayor protagonismo del consumo y uno menor de la inversión.

Señala el Gerente de Análisis Macroeconómico, respecto de las expectativas de consumidores y productores en el último mes, que éstas no repitieron la importante caída de junio, tendiendo a mantenerse en los niveles relativamente bajos alcanzados en dicho mes. El IPEC subió 0,3 puntos respecto de junio, siguiendo en la zona pesimista (48,5). El IMCE aumentó 0,5 puntos, llegando a 52,3, aún en la zona optimista. La revisión de las preguntas que conforman el IPEC apunta a que las expectativas respecto del consumo, en particular el durable, siguen en la zona optimista y con un crecimiento bastante mayor al del agregado en julio.

Por otra parte, indica que en julio las exportaciones industriales sorprendieron al alza, en parte importante por los mayores precios de algunos envíos, en particular la celulosa y la harina de pescado. Desde la perspectiva de los volúmenes, estos siguen creciendo a tasas anuales moderadas y similares a las de meses previos. Los envíos mineros se han recuperado por mayores exportaciones de cobre y mejores precios. En cuanto a las importaciones, las de consumo siguen relativamente dinámicas. Así, en julio las exportaciones registraron US\$ 5.558 millones FOB (69% anual), mientras las importaciones llegaron a US\$ 2.913 millones FOB (9% anual).

También señala el señor Gerente, que en el mercado laboral, las cifras publicadas por el INE del trimestre móvil abril-junio siguen sin ser comparables con las del año anterior debido a las innovaciones realizadas en la encuesta de empleo. Utilizando un empalme preliminar, el crecimiento anual de los ocupados se desacelera respecto de los valores de comienzos de año, principalmente por un menor dinamismo del empleo por cuenta propia. El empleo asalariado, en tanto, desacelera su tasa de crecimiento anual menos marcadamente que el empleo total, manteniéndose éste en valores algo superiores a 3%. Esta trayectoria es coherente con la que se aprecia en otras fuentes de información del mercado laboral. Por su lado, la tasa de desempleo, eliminada estacionalidad, descendió a 8,4% (8,9% en marzo; 8,7% en mayo). En todo caso, esta evaluación podría cambiar una vez que se disponga de un empalme definitivo.

En relación con los costos laborales, el señor Magendzo menciona que en junio la tasa de crecimiento anual de los salarios nominales nuevamente no tuvo mayores variaciones, alcanzando un aumento de 5,5% en el costo de la mano de obra (igual al mes anterior). Por su lado, la tasa de crecimiento anual de los costos laborales unitarios (CLU), calculados a partir de los datos publicados, cayó marginalmente respecto del mes anterior: 7,9% y 7,2% para los CLU totales y CLUX, respectivamente (8,0% y 7,3% el mes anterior, respectivamente). Sin embargo, sigue siendo difícil precisar cuánto de la mayor variación anual de los CLU podría responder a presiones genuinas de costos o más bien reflejar la volatilidad propia de la productividad medida y de los cambios a las mediciones del empleo y los salarios. Por otra parte, en julio la inflación IPC estuvo en línea con lo proyectado internamente, pero en



BANCO CENTRAL DE CHILE

el límite superior de las proyecciones de mercado (0,5% mensual; 3,8% anual), aunque las medidas subyacentes estuvieron algo por encima. La inflación de IPCX aumentó 0,5% en el mes (3,2% anual), afectada por el incremento en la tarifa del transporte público. La inflación del IPCX1 aumentó 0,3% en el mes, con una tasa de variación anual que se mantiene por debajo de 3% (2,6% en julio; 2,7% en junio). Al mismo tiempo, la velocidad de expansión del IPCX1 se mantuvo en cifras del orden de 2% anualizado, y la tasa de variación anual de los indicadores alternativos, medias podadas e IPCX2, siguieron oscilando en torno a los valores de los últimos meses, sin una trayectoria clara de aumento o disminución. Por otro lado, las tasas de crecimiento anual de los precios al productor y mayoristas han tenido aumentos sustanciales en los últimos meses (24% y 10% el IPP e IPM en julio; 11% y 3% en diciembre, respectivamente). Sin embargo, considerados los precios mayormente vinculados al IPCX1 se aprecia un panorama bastante distinto. En el caso del IPP, los precios con contraparte en el IPCX1 crecen 3,4% anual en julio (2,9% en diciembre; 4,2% en marzo), mientras los precios de durables del IPM caen 4% anual en julio (-3% en diciembre; -4,5% en marzo).

Indica el señor Gerente, que la generalidad de las medidas de expectativas de inflación de mediano plazo siguieron bien ancladas en torno a 3%, aunque han mostrado comportamientos algo diferentes según su medición. La compensación inflacionaria a 2, 5 y 10 años, continuó en valores marginalmente por encima de 3%. La Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de agosto mostró un incremento de la inflación esperada a diciembre de este año, que ahora se ubica en 3,8% (3,4% el mes pasado). A doce meses, en tanto, la inflación esperada pasó de 3% el mes pasado a 3,2% este mes. A dos años plazo se mantuvo en 3%. Respecto de la tasa de política monetaria (TPM), las expectativas que se deducen de la curva *forward* son algo menores respecto de las consideradas hace un mes, derivándose una TPM de 5,5% a diciembre de este año y una de 6,3% a diciembre de 2007 (5,7% y 6,4%, respectivamente, el mes pasado). La EEE, en tanto, anticipa que la TPM se mantendría en esta reunión, y llegaría a 5,5% y 6% a diciembre de 2006 y 2007, respectivamente, ambos valores idénticos a lo esperado el mes anterior. Las expectativas de crecimiento de la actividad para este año cayeron marginalmente (5,3%, comparado con 5,4% el mes anterior), mientras que para el próximo aumentaron marginalmente (5,3%, comparado con 5,2% el mes anterior).

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

El Gerente de Análisis Macroeconómico señala que las tasas de interés a excepción del PDBC90 bajaron en 10 y 20 puntos base en este mes. Agrega, que el impulso monetario que es un compuesto de estas tasas, muestra que a pesar del aumento de la Tasa de Política Monetaria del mes pasado, algo de este impulso ha tendido a aumentar.

El Consejero señor Marfán, en relación a este tema señala que tiene la impresión que esta situación era absolutamente previsible. Agrega, que si comunicáramos que probablemente el ritmo de pausa va a aumentar daríamos una señal clara que nos estamos acercando a la tasa deseada. Si además agregamos a esto el tema de que el segundo semestre se presenta más suave, en condiciones normales se debería esperar que la *forward* se aplanara y como este es un compuesto de tasas, se produciría que las condiciones monetarias se hagan marginalmente expansivas. Indica que no debiera haber una sorpresa por ello, y que si por el contrario eso no sucediere, habría que pensar que el mercado no creyó el mensaje.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Gerente de Mercados Financieros Nacionales, señor Beltrán de Ramón, señala que quiere complementar lo que ha dicho el Consejero señor Marfán, en el sentido que las tasas largas, tanto nominal como real, se han retrocedido en el último mes; la nominal casi a los niveles del IPoM de mayo y la real aún más baja que dicho IPoM.

No obstante esto, hay un factor que en el futuro puede afectar la curva. Indica que si se aprueba el proyecto de ley sobre el Mercado de Capitales II, tal como está diseñado, la Reserva Técnica de acuerdo a lo que hemos evaluado va a desaparecer completamente, debido a dos factores: a) porque se pasa a constituir del capital básico a efectivo, y b) porque se deja de constituir Reserva Técnica por los depósitos a plazo y obligaciones que le queden menos de diez días al vencimiento. Agrega que en términos monetarios ese efecto significa reducir la Reserva Técnica en 2,7 billones de pesos a cero, o sea alrededor de 5 billones de dólares. Alrededor de 4 billones de dólares en papeles cortos o PDBC, que actualmente se utilizan para constituir esta reserva, habría que cambiarlos por papeles de más de un año, para esterilizar la expansión que produciría el vencimiento de estos papeles no renovados. Por otra parte, comenta que si esto ocurre tendría que haber un efecto al alza en las tasas largas de entre 10 y 20 puntos base, pero con un efecto más pronunciado cuando esto se anuncie.

Una manera de amortiguar este efecto es estableciendo una cláusula transitoria al proyecto de Mercado de Capitales II.

El Gerente de División Estudios, señor Rodrigo Valdés volviendo al tema planteado por el Consejero señor Marfán, señala que si bien concuerda con que no ha existido una sorpresa, no entiende aún que el impulso monetario no ha seguido bajando y de hecho aumentó, marginalmente, en lo esencial porque las tasas largas han caído y las de mediano plazo se encuentran más en línea con lo que está pasando en otras economías. Por otra parte, agrega el señor Valdés que se tiene un tema comunicacional pendiente porque por un lado se dice que las alzas adicionales pueden ser pocas, pero más espaciadas y por el otro lado se califica esta situación como condiciones expansivas, lo que es una señal muy fuerte para el mercado, donde está el eje de esta situación y probablemente, este sea un tema para la discusión del IPoM.

El Gerente de División Operaciones Financieras, señor Esteban Jadresic señala que ha seguido la evolución de las tasas largas y cree que para explicar la caída de estas tasas en Chile, resulta más directo relacionarlo con la caída de las tasas afuera y a los datos de producción de Imacec, que generan perspectivas de más largo plazo de una economía algo más débil. Agrega, que fuera de Chile han bajado en términos similares y existe la percepción que el ajuste de tasas de Estados Unidos de América ha llegado casi a su término pero por el lado interno cuando se redactó el Comunicado no se visualizó baja en las tasas relevantes. En cuanto al tema del Mercado de Capitales II, de aprobarse dicha iniciativa en los términos que se conocen, tendrá que analizarse cómo se enfrentaría esa situación. Le parece improbable que hasta ahora los mercados hayan internalizado esta situación y que esté afectando, de alguna manera, en las tasas.

El Presidente, señor Vittorio Corbo, suspende la Sesión a las 13:15 horas e informa que la misma se reanuda a las 16:00 horas.

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 96.



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 informó lo siguiente:

En la reunión de política monetaria de julio, el Consejo decidió aumentar la tasa de interés de política monetaria hasta 5,25% anual, luego de dos pausas consecutivas. En la decisión se consideró que, si bien los antecedentes disponibles apuntaban a que la aceleración del producto contemplada para el segundo semestre podría ser algo inferior a la prevista, la reducción de abril se debía principalmente a factores transitorios. Además señala, que la demanda interna había moderado su crecimiento en el segundo trimestre, en línea con lo proyectado, y la inflación del IPC se ubicaba cerca de 4%, probablemente postergando su convergencia hacia 3%, debido a la incidencia del mayor precio de los combustibles. Las condiciones financieras internas seguían siendo expansivas. Indica que se estimó que, en el escenario más probable, seguía siendo necesario hacer ajustes pausados a la tasa de política monetaria, pero que su frecuencia podía disminuir respecto de los últimos trimestres.

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

- En el mundo, mientras en Estados Unidos de América el crecimiento de la actividad se ha desacelerado, otras zonas mantienen o incluso han intensificado su dinamismo. En tanto, las condiciones financieras que enfrentan las economías emergentes se mantienen ventajosas, el precio del cobre se ubica en torno a US\$ 3,5 por libra, algo por debajo del de hace un mes, y el precio del petróleo ha vuelto a aumentar en los días recientes por encima de US\$ 76 por barril. Ello nuevamente modifica al alza las proyecciones de precios de cobre y petróleo para los próximos trimestres.
- En el ámbito interno, e incluso con mayor claridad que en el mes pasado, no continuó la reducción de la expansividad de las condiciones financieras observada previamente. El peso mostró una leve depreciación tanto respecto del dólar como en términos multilaterales. Con ello, el TCR se ubica entre 94 y 95, con una base de 100 para 1986, casi 1% por sobre lo observado hace un mes.
- Pese a que si se elimina el efecto calendario, el crecimiento anual de la actividad muestra un leve aumento en los últimos cuatro meses, el conjunto de indicadores reafirma un escenario de menor empuje de la actividad que el considerado en mayo. Se suman además, en lo más reciente, noticias negativas de la minería. Todo esto ratifica que la aceleración contemplada para el segundo semestre sería inferior a la proyectada en el IPoM. El panorama es heterogéneo entre sectores y componentes de la demanda, exhibiendo debilidad en la industria y la inversión, y mayor empuje en el comercio y el consumo.
- El crecimiento anual de los salarios no ha mostrado cambios mayores, manteniendo un comportamiento favorable para la estabilidad de precios. Los cambios metodológicos siguen dificultando la evaluación del mercado laboral, pero el empalme disponible muestra que continúa la disminución en la tasa de crecimiento del empleo, menos marcada para el componente asalariado, la tasa de desempleo disminuido en el margen, y el crecimiento de los costos laborales unitarios sería considerablemente menor que el que revelan las cifras publicadas.



BANCO CENTRAL DE CHILE

- La inflación del IPC de junio se ubicó dentro de lo esperado (3,8% anual), mientras el IPCX1 estuvo marginalmente por encima. El panorama de corto plazo para la inflación subyacente IPCX1 e IPC es similar al del mes pasado, aunque hay riesgos al alza en el IPC, si el precio del petróleo se mantiene en los niveles actuales y su traspaso no es aminorado por el FEPCo. Las medidas alternativas de la tendencia inflacionaria no muestran un sesgo particular y las expectativas se mantienen bien ancladas.

Agrega el señor Valdés que, con los antecedentes disponibles, es difícil justificar una opción distinta de la mantención de la tasa de política monetaria en esta reunión. Señala que en principio, se podría argumentar a favor de un alza de 25 puntos base considerando los siguientes elementos. Primero, el crecimiento mundial y las condiciones financieras externas se mantienen favorables y apoyarían un crecimiento mayor. De hecho, hay una corrección al alza en el crecimiento mundial a PPC para éste y el próximo año, a lo que se agrega la mayor expansión fiscal esperada para el próximo año. Segundo, las condiciones financieras internas son aún expansivas, lo que se refleja tanto en el nivel de las tasas de interés como en el crecimiento de distintos agregados monetarios y de crédito. Tercero, el ya elevado precio del petróleo continúa aumentando, lo que junto a la posibilidad de que no disminuya, combinado con la leve depreciación del peso, genera un riesgo de desanclaje de expectativas y efectos de segunda vuelta en la inflación.

Lo anterior, sin embargo, se contrapone con otras novedades que se estiman de mayor importancia y con elementos de implementación de la estrategia de normalización pausada de la política monetaria, denominados "elementos tácticos". En particular, dado un PIB de tendencia, el crecimiento de la actividad en la primera mitad del año y la expectativa para el segundo semestre, entregan un cuadro de holguras del que se derivan presiones inflacionarias menores que las consideradas en el escenario base. La desaceleración que continúa mostrando la demanda interna, liderada por la inversión, también apoya esta evaluación, a la que se suma el cuadro de presiones de costos laborales contenidas. Además, la política fiscal más expansiva el próximo año, reflejada en una tasa de crecimiento de un dígito para el gasto, sería marginalmente inferior a la considerada dentro del escenario central. El empuje del crecimiento global, por su parte, podría verse influido por la desaceleración de Estados Unidos de América en mayor grado que lo considerado en el escenario base y, eventualmente, por nuevos atentados terroristas o atentados frustrados, como el conocido en el día de hoy.

Señala el señor Valdés que, respecto de las condiciones financieras, si bien las de tasas de interés de mediano y largo plazo disminuyeron en el último mes, y los agregados y el crédito aún crecen a tasas mayores que las que se esperan a largo plazo, persiste cierta incertidumbre respecto de cuán expansiva es en realidad la política monetaria y cómo se absorben en la economía las alzas de los últimos trimestres. Como se analizó en la reunión anterior, este tipo de interrogante es más difícil en la medida en que el estímulo de la política monetaria es menor, y probablemente sea un tópico relevante en el próximo *Informe*.

Con relación al alza adicional del petróleo, y especialmente al riesgo de que no disminuya como se contempla en el escenario central del último IPoM, cabe recordar que el alza de la última reunión respondió en parte justamente a este fenómeno y que, dado el menor empuje de la economía, no es evidente cuál sería la dosis requerida para hacer frente a este factor. Adicionalmente, el comportamiento de las expectativas de inflación y otros costos delimita el riesgo de efectos de segunda vuelta pronunciados.

Desde el punto de vista de la implementación de la estrategia de política monetaria, dos alzas consecutivas serían bastante contradictorias con la idea de alzas pausadas. Señala el señor Valdés, que esto cobra especial importancia en esta reunión, luego de que en la anterior se comunicara que las alzas en el futuro serían probablemente menos



BANCO CENTRAL DE CHILE

frecuentes que en el pasado. De hecho, reflejo de esta situación es que la expectativa de mercado —prácticamente unánime— para esta reunión, es de una pausa.

Agrega el señor Valdés, que un tema distinto de la decisión misma de política monetaria, pero que requiere de más análisis, es la conveniencia o no de señalar en el comunicado de esta reunión si el panorama de tasas de interés hacia delante se modifica. Por un lado, se puede argumentar que ese es el caso, dada la evolución de la actividad, las tasas de interés externas y el comportamiento de la tendencia inflacionaria y de las expectativas de inflación de mediano y largo plazo. Por otro, se podría esperar a entregar este diagnóstico en el IPoM de septiembre.

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

El Gerente de División Política Financiera, señor Pablo García señala que está de acuerdo con la Gerencia de División Estudios en que la opción más plausible es mantener la TPM. Esto debido a que el diagnóstico de que es pertinente que la normalización remanente del impulso sea más pausada se ha asentado con las últimas noticias. Más allá de la decisión de esta ocasión, el aumentar las pausas y normalizar más lentamente hacia delante trae riesgos. El primero es que se materialicen incidencias inflacionarias significativas por los mayores costos que enfrenta la economía chilena hoy. Sin embargo, el benigno panorama de expectativas inflacionarias en Chile y el mundo indica que se espera que la aceleración inflacionaria coyuntural sea pasajera. No parece además ser pertinente actuar de manera preventiva frente a un riesgo inflacionario que aún se vislumbra solo como escenario alternativo. El segundo riesgo es que se consolide un crecimiento de la demanda interna, particularmente el consumo, que incremente las vulnerabilidades de los hogares frente a cambios abruptos en el entorno. Al igual que en el caso anterior, parece haber espacio para considerar esto solo como un riesgo, en particular gracias a las holguras fiscales que están proveyendo de un significativo espacio para que la expansión actual del gasto privado no afecte las cuentas agregadas de la economía chilena.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Esteban Jadresic señala que está de acuerdo con el análisis que presentó la Gerencia de División Estudios. Manifiesta el señor Jadresic, que lo más importante tiene que ver con el comunicado de prensa que se va a dar en esta ocasión y en particular, con las señales que se puedan dar respecto de cómo van a continuar las tasas de política monetaria a futuro, e indica que esta es una oportunidad para reiterar el tipo de mensaje que se dio en la reunión anterior. Agrega que, en función de la discusión del Informe de Política Monetaria, se deben seguir analizando los antecedentes para ver si corresponde dar señales adicionales a las que se han empezado a entregar.

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 en el último mes se han confirmado varias de las tendencias advertidas en la última reunión. El entorno económico externo se mantiene favorable. El crecimiento global sigue siendo vigoroso. Indica, que si bien la economía en los Estados Unidos de América comienza a mostrar una moderación en su ritmo de expansión, lo que ha generado tranquilidad en los mercados financieros, otras regiones del mundo han fortalecido su dinamismo. Sin embargo, en todas las economías avanzadas permanece



presente la preocupación por la inflación y, en muchas, se han reforzado las expectativas de alza en las tasas de interés.

Señala el señor Consejero, que las condiciones financieras para los países emergentes han vuelto a tener un sello positivo. Sus monedas se han apreciado, los premios soberanos se han reducido y las bolsas se han recuperado. Con todo, las condiciones enfrentadas por estos países, medidas por los premios pagados, son actualmente menos favorables que las prevalecientes antes de las turbulencias.

El precio del cobre se ha mantenido en un nivel alto, observando al mismo tiempo bastante volatilidad. Con esto, el precio promedio proyectado para el año se ha corregido al alza. Por su parte, el precio del petróleo se ha movido en el rango que había alcanzado el mes anterior, confirmando la apreciación de que permanecerá en un alto nivel durante un tiempo más prologando que el previsto. Con esto, la proyección para este año se mantiene, en tanto la cifra para el próximo año, se corrige hacia arriba.

En el ámbito interno, indica el Consejero señor Marshall, las condiciones financieras siguen siendo favorables. Los agregados monetarios y crediticios crecen a tasas altas pero relativamente estables. El único agregado que muestra un comportamiento algo distinto es el crédito a las empresas que se expande a tasas más altas que en los meses anteriores.

Agrega el señor Consejero, que las tasas de interés cobradas a los clientes no muestran cambios significativos, pero al tomar un período más largo se observa una leve tendencia al alza, que recoge en buena medida la evolución de las tasas cortas y su impacto en el costo de fondos de los bancos. Por su parte, las tasas largas, tanto en pesos como en UF, se han ajustado levemente a la baja, siguiendo un movimiento similar al observado en los mercados de los países desarrollados. Indica también que el tipo de cambio ha fluctuado en torno del nivel promedio observado en los últimos meses, que se ubica por sobre lo anticipado con anterioridad.

Los datos de actividad confirman un desempeño algo más débil que el proyectado en nuestro escenario base; y muestran, al mismo tiempo, diferencias entre sectores. El crecimiento en el segundo trimestre había llegado al 4,5% anual, y las proyecciones para el tercer trimestre se corrigen a la baja quedando en 4,7%.

Señala el señor Consejero, que la demanda agregada se ha desacelerado bastante en línea con el escenario base, pero con una menor incidencia de la inversión y una mayor del consumo, todo ello respecto de los valores contemplados en dicho escenario. Asimismo, las expectativas de las empresas y los consumidores permanecen bastante por debajo de los niveles de principios de año. El empleo, según las distintas fuentes disponibles, muestra una desaceleración, y el costo de la mano de obra crece a un ritmo contenido, similar al de los meses anteriores, lo que resulta concordante con la evolución de sus factores determinantes.

El Consejero señor Enrique Marshall, señala que en materia de inflación, las cifras de julio estuvieron algo por sobre lo esperado por el mercado. En lo que se refiere a la inflación total, las proyecciones para los próximos meses se han ajustado levemente al alza, de manera que la convergencia hacia el centro del rango meta tomará más tiempo que el anticipado. Sin embargo, las distintas medidas de tendencia se observan sin cambios significativos y las perspectivas de inflación subyacente se muestran contenidas. En todo caso, las expectativas de inflación, se mantienen bien ancladas en torno al 3%.

Hace presente el señor Consejero que en suma, las tendencias advertidas en la última reunión se ven confirmadas: la desaceleración de la demanda, especialmente en su componente de inversión; el crecimiento de la actividad algo menor que el proyectado; y una



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 96
Política Monetaria
10.08.2006 15.-

inflación total que converge más lentamente al centro del rango meta, pero con expectativas bien ancladas. En este contexto, la opción de efectuar una pausa parece la más adecuada.

Agrega que junto con responder bien al diagnóstico esbozado, esta opción resulta congruente con la estrategia de gradual normalización de la política monetaria y, en particular, con la forma cómo ésta ha sido transmitida. Señala que el último comunicado fue explícito en ese sentido y ello fue correctamente procesado por el mercado.

Adicionalmente, indica que una pausa permitiría acumular mayores datos sobre la trayectoria de la economía y contar así con una mejor evaluación de los efectos del ajuste de tasa materializado hasta la fecha. Los riesgos asociados con esta decisión son bajos y deja completamente abierta la posibilidad de continuar con el proceso de normalización según lo requiera la trayectoria de la economía. Un antecedente adicional, a favor de esta opción, es que se trata de la esperada por el mercado.

En consecuencia, señala el señor Consejero, que su voto es por mantener la tasa de política monetaria en su actual nivel de 5,25%.

El Consejero señor Manuel Marfán, agradece el análisis del *staff* y señala que en la reunión de política monetaria anterior se decidió elevar la tasa de política monetaria aunque enfatizando que "en el escenario más probable siguen siendo necesarios ajustes pausados de la tasa de interés para mantener la inflación proyectada en torno a un 3% anual en el horizonte habitual de política".

Señala el Consejero, señor Marfán que en el escenario externo los precios del petróleo y del cobre siguen elevándose por sobre lo anticipado, aunque respecto del cobre parece reflejar los acontecimientos recientes en Codelco y La Escondida. También se aprecia una desaceleración en el margen de la actividad en Estados Unidos de América, no descartándose que sea más bien un síntoma de aterrizaje suave, como el contemplado en nuestro escenario central. Por lo mismo, señala que ha habido una corrección marginal a la baja de las tasas de interés en los Estados Unidos de América. Agrega, que aún es muy temprano para evaluar las implicancias económicas de los acontecimientos de hoy en Londres.

En lo interno, destaca el señor Consejero, principalmente la consolidación del escenario de menor dinamismo de corto plazo. Por otra parte, indica que, respecto del precio internacional del petróleo no hay presiones inflacionarias adicionales. Las expectativas de inflación de mediano plazo siguen bien ancladas y para el corto plazo estas expectativas han ido incorporando el altibajo que nuestras propias proyecciones contemplaban desde antes de la reunión de política monetaria anterior. En este cuadro, el señor Marfán coincide plenamente con lo planteado en la Minuta de Opciones, en cuanto a que resulta difícil justificar una acción distinta a la de mantener en esta oportunidad la tasa de política en un nivel de 5,25% y por lo tanto vota por mantenerla.

Indica el señor Marfán que para efectos del Comunicado, no aprecia razones para alterar el tenor de éste respecto del de la reunión anterior.

El Consejero señor Jorge Desormeaux, señala que desde la última reunión de política monetaria se han producido, desde su concepto, dos desarrollos significativos, primero en el plano externo y después en el plano interno.

A nivel externo indica el señor Consejero, que la economía de Estados Unidos de América comienza a dar señales de desaceleración, lo que hasta ahora ha sido compensado por un mayor dinamismo en Europa y Asia, lo que se encuentra alineado con el escenario



BANCO CENTRAL DE CHILE

central del Informe Política Monetaria de mayo. Sin embargo, dado el limitado protagonismo de la demanda interna en Europa y Asia, surge la interrogante de si no estamos asistiendo al inicio de una desaceleración más duradera de la economía global. Un segundo desarrollo del entorno externo es el nuevo incremento que ha experimentado el precio del petróleo, unido a la expectativa ya generalizada de que los precios de mediano plazo del crudo no se reducirán al ritmo considerado en el escenario central y más bien, se muestran planos más allá del horizonte de proyección.

Señala el señor Consejero, que el segundo desarrollo tiene lugar en el entorno interno, donde todos los indicadores apuntan a un menor dinamismo de la actividad en el segundo semestre, en parte por razones exógenas, asociadas al sector minero, pero también como resultado de un menor dinamismo de la industria y de la inversión. A raíz de ello, la aceleración prevista para el segundo semestre, será inferior a la proyectada en nuestro Informe de mayo.

Indica el Consejero señor Desormeaux, que estos desarrollos externos e internos tienen lugar, sin embargo, en un contexto de presiones inflacionarias controladas, con costos laborales que crecen a un ritmo que se podría calificar de prudente, y donde pese al alza de los precios de los combustibles y la depreciación que ha experimentado el tipo de cambio, las diferentes medidas de tendencia inflacionaria muestran que hasta el momento, no se advierten efectos de segunda vuelta. Agrega, que a ello se suma el hecho que las expectativas de inflación, más allá de un año, se mantienen bien ancladas, lo que el Gerente de División Política Financiera calificó como un escenario de expectativas benévolo.

En síntesis, menciona el señor Consejero, que se está frente a un escenario global algo más incierto, caracterizado por un *shock* de oferta algo más duradero, lo que se une a un cierre de holguras algo más pausado en el plano interno, lo que va acompañado de inversiones, de costos laborales e inflación subyacente contenidas y expectativas bien ancladas, lo que limita los riesgos de efectos de segunda vuelta del *shock* petrolero.

Señala el señor Consejero, que como dice acertadamente el informe de la Gerencia de División Estudios, el cual comparte, con estos antecedentes resulta difícil justificar una opción distinta de la mantención de la tasa de política monetaria en esta reunión y a estas razones se suman consideraciones de orden táctico, que también están contenidas en el informe del comunicado posterior a nuestra reunión de política monetaria de julio, el que indicó que las alzas de la tasa de política monetaria serían probablemente menos frecuentes en el futuro de lo que han sido en el pasado, lo que difícilmente puede reconciliarse con dos alzas consecutivas de la tasa de política monetaria.

Por último, indica el Consejero señor Desormeaux, respecto a la propuesta de la Gerencia de División Estudios de dar una señal al mercado de alguna modificación en la trayectoria futura de tasas de interés, le parece que ello sería prematuro y que el lugar ideal para esa discusión es precisamente el Informe de Política Monetaria. En consecuencia, vota por mantener la tasa de política monetaria en 5.25%.

El Vicepresidente, señor José De Gregorio señala que la evidencia presentada por la Gerencia de División Estudios en esta reunión muestra que la inflación está en línea con lo esperado en el último mes, aunque producto del alza del precio del petróleo podría estar levemente más elevado de lo esperado. Señala el señor Vicepresidente, que en todo caso, esto no indicaría que se está en una trayectoria que nos haga cambiar nuestra estrategia de reducir pausadamente el impulso monetario. Sin embargo, le parece que esto no excluye la posibilidad que haya efectos de segunda vuelta que puedan desviar la inflación de nuestro objetivo dentro del horizonte de política. En todo caso, la evolución de las presiones de costos, en particular la evolución de los costos laborales unitarios indican que los aumentos que se observarán los meses venideros serán transitorios.

ef



Agrega el señor Vicepresidente, que donde sí se han observado cambios más importantes es en el ámbito de la actividad. Señala que se aprecian varios meses en los cuales ésta se ha estado desacelerando con respecto a nuestro escenario central, para lo cual aún no tenemos explicación precisa, pero que probablemente resulte en presiones inflacionarias más atenuadas. Le parece que es necesario entender a cabalidad este fenómeno, proceso que cuesta explicar dada la expansividad de las condiciones financieras y el favorable entorno externo.

Por lo anterior, cree que debe pausarse el alza de tasas de interés, lo que es coherente con nuestra estrategia monetaria actual y los últimos desarrollos en materia de actividad aunque persiste la incertidumbre sobre la dinámica inflacionaria. Finalmente, el Vicepresidente señor José De Gregorio señala que no cree que sea esta la oportunidad, pero que en la preparación del próximo Informe de Política Monetaria, se debe abordar con más detención la estrategia de normalización de la política monetaria, la que puede requerir de pausas más prolongadas y probablemente finalice en tasas algo menores de lo que se preveía hace algún tiempo atrás.

Por lo tanto, su voto es por mantener la tasa de interés de política monetaria en 5,25%.

El Presidente señor Vittorio Corbo, indica que el escenario internacional continúa siendo favorable en cuanto a actividad y condiciones financieras. Señala, que en contraste, la inflación de los principales países industriales sigue aumentando. La principal noticia en el ámbito internacional es una desaceleración más pronunciada de lo anticipado en el crecimiento de Estados Unidos de América, resultado de los efectos rezagados del proceso de normalización de su política monetaria, de los mayores precios de los combustibles, del enfriamiento progresivo del mercado de la vivienda y de la moderación de la creación de empleos, y el repunte en su inflación. Con este cuadro, indica el señor Presidente, que la Reserva Federal decidió en su última reunión mantener la tasa de política argumentando que, en el escenario más probable, la inflación se debiera moderar en el tiempo gracias a que las expectativas de inflación están bien contenidas, ya que el crecimiento del gasto interno se reduce. Sin embargo, con brechas de capacidad muy reducidas, el cuadro inflacionario se puede tornar menos benigno por los eventuales efectos de segunda vuelta de los aumentos en los precios de los combustibles y por la aceleración del crecimiento de los costos unitarios del trabajo. Indica el señor Presidente, que de darse este escenario alternativo, subirían las tasas de interés más allá de lo que hoy esperan los mercados y el crecimiento del gasto y del producto profundizarían su desaceleración. Con excepción de Estados Unidos de América, se mantiene el dinamismo de Europa y Japón, mientras que se acelera el crecimiento en Asia emergente. Agrega el señor Presidente, que en cuanto a los precios de los principales bienes primarios, el del cobre se mantiene alto y el del petróleo WTI se acerca a los US\$ 80 el barril.

En relación a la economía nacional, manifiesta el señor Presidente que las condiciones financieras se mantienen expansivas, el crecimiento de la demanda interna se desacelera, pero igual crece algo por encima de la proyección del último IPoM, con un mayor dinamismo del resto de la demanda interna, consumo total más variación de existencias, y uno menor de la inversión. En contraste, el crecimiento del PIB también se desacelera aunque sólo marginalmente por debajo de lo proyectado. Sin embargo, los antecedentes disponibles apuntan a que en el segundo semestre el crecimiento del PIB y de la demanda interna serían algo inferiores al previsto en el último IPoM.



Menciona el señor Presidente, que la inflación del IPC repunta principalmente por los aumentos en los precios de los combustibles. Sin embargo, las distintas medidas de tendencia inflacionaria se mantienen estables en torno al 3%, evolucionando en forma consistente con las proyecciones del último IPoM.

Con las expectativas de inflación para horizontes mayores a 12 meses bien ancladas en torno al 3%, con costos laborales con un crecimiento acotado, una desaceleración del crecimiento del producto y de la demanda interna que posterga el momento del cierre de brechas, y con efectos rezagados del proceso gradual de normalización de la política monetaria por manifestarse, las presiones inflacionarias debieran reducirse en los próximos trimestres. Sin embargo, los nuevos aumentos en el precio del petróleo, de sostenerse o intensificarse, pueden terminar postergando esta reducción de la inflación. Con este cuadro, señala el señor Presidente, lo prudente es reafirmar la política de ajustes más pausados en la Tasa de Política Monetaria para que a la luz de la evolución del entorno externo y de la economía nacional y sus implicancias para la inflación proyectada, calibrar el proceso de normalización de la política monetaria de modo que la inflación retorne al centro del rango meta en el horizonte habitual de la política monetaria. Por lo anterior, su voto también es por mantener la tasa de política monetaria en 5,25%.

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

96-01-060810 – Tasa de Política Monetaria.

En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 5,25% anual.

Comunicado

"En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 5,25% anual.

El entorno externo relevante para la economía chilena se mantiene favorable, apreciándose en lo más reciente un cambio en la contribución al crecimiento de las distintas regiones económicas. Las condiciones financieras internacionales se mantienen ventajosas, el precio del cobre continúa elevado y el del petróleo nuevamente alcanza niveles récord.

La demanda interna habría moderado su tasa de crecimiento en el segundo trimestre, en línea con lo proyectado en el último *Informe de Política Monetaria*, con un sostenido empuje del consumo y una desaceleración de la inversión. Sin embargo, el crecimiento de la actividad en el segundo trimestre fue algo menor a lo esperado, mientras los antecedentes disponibles siguen apuntando a que el aumento en el ritmo de crecimiento contemplado para el segundo semestre sería inferior al previsto. Por su parte, el empleo asalariado continúa aumentando con relativo vigor y las condiciones financieras internas siguen siendo expansivas.

La inflación del IPC continúa en la parte alta del rango meta, debido principalmente a la incidencia del mayor precio de los combustibles. Las medidas de inflación subyacente IPCX e IPCX1 (que excluyen combustibles, perecibles y algunos servicios regulados) continúan alrededor de 3%. Otros indicadores de la tendencia inflacionaria se mantienen estables y las



BANCO CENTRAL DE CHILE

distintas mediciones de expectativas de inflación de mediano y largo plazo continúan ancladas en torno a 3%. Si bien los precios de los combustibles se mantienen elevados, otras presiones de costos están contenidas.

El Consejo estima que, en el escenario más probable, siguen siendo necesarios ajustes pausados de la tasa de interés para mantener la inflación proyectada en torno a 3% anual, en el horizonte habitual de política. La oportunidad de estos ajustes dependerá de los antecedentes que se acumulen, pero la información disponible reafirma que ellos podrían ser menos frecuentes que en los últimos trimestres."

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17.10 horas.

JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Vicepresidente

VITTORIO CORBO LIOI
Presidente

MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Consejero

JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR
Ministro de Fe (S)

ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero

4