



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 126
celebrada el 14 de agosto de 2008

En Santiago de Chile, a 14 de agosto de 2008, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don José De Gregorio Rebeco y con la asistencia del Vicepresidente don Jorge Desormeaux Jiménez y de los Consejeros don Manuel Marfán Lewis, don Enrique Marshall Rivera y don Sebastián Claro Edwards.

Ministro de Hacienda, don Andrés Velasco Brañes.

Asisten también:

Gerente General, don Alejandro Zurbuchen Silva;
Subgerente General, don Leonardo Hernández Tagle;
Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldívar;
Gerente de División Estudios, don Pablo García Silva;
Gerente de División Operaciones Financieras, don Beltrán De Ramón Acevedo;
Gerente de División Política Financiera, don Kevin Cowan Logan;
Gerente de División Estadísticas, don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Claudio Soto Gamboa;
Gerente de Mercados Financieros Nacionales, don Matías Bernier Bórquez;
Gerente de Investigación Económica Interino, don Jorge Selaive Carrasco;
Gerente Asesor de Comunicaciones, don Luis Alberto Álvarez Vallejos;
Asesor del Ministro de Hacienda, don Luis Felipe Céspedes Cifuentes;
Economista Senior, don Enrique Orellana Cifuentes;
Economista Senior, doña Erika Arraño González;
Economista Senior, doña Andrea Tokman Ramos; y
Secretario General, don Jorge Court Larenas.

El Presidente señor José De Gregorio comunica a los asistentes que la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de febrero próximo fue fijada para el día jueves 14 de febrero de 2009.

A continuación, el señor Presidente ofrece la palabra al Gerente de Análisis Internacional don Sergio Lehmann Beresi, para que inicie su exposición de la parte internacional.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann informa que el crecimiento mundial se debilita, especialmente en Europa y Japón, donde la desaceleración ha sido más marcada que lo anticipado. No obstante, indica el señor Gerente, la inflación continúa siendo un factor de alta preocupación en esas economías y las expectativas de aumentos de tasa de política en las economías desarrolladas ha tendido a diluirse frente a un escenario de menor crecimiento. En las economías emergentes en tanto, indica el señor Gerente que han continuado los ajustes al alza en la Tasa de Política Monetaria, como consecuencia de las mayores presiones inflacionarias que para un amplio conjunto de esas economías se han dado en un contexto de dinamismo. Menciona el señor Gerente que los precios de los *commodities* caen frente a expectativas de menor demanda. Destaca el retroceso en los precios de alimentos y combustibles y agrega que en el caso del cobre también se ha observado una caída importante.



Con relación a indicadores de actividad en Estados Unidos de América, menciona el señor Gerente que durante el último mes han sido más bien mixtos, y destaca solamente algunos en particular, como Confianza de Consumidores y Creación de Empleo, que fueron algo mayor a lo que se anticipaba, pero que, sin embargo, están muy teñidos por el impulso fiscal o las medidas fiscales que se adoptaron. Menciona el señor Lehmann que hacia adelante se está esperando una desaceleración y esa situación se va a ver particularmente marcada en el caso del mercado laboral, donde las cifras han sido en el margen relativamente negativas. Comenta el señor Gerente que en el caso de indicadores asociados a producción manufacturera, éstos han sido algo mayor que lo previsto, lo que está asociado a demanda externa. El consumo, por su parte, repunta levemente y fue algo mejor de lo que se anticipaba. Comenta el señor Gerente que la confianza de todas formas ha continuado cayendo, e indica que el consumo personal está relativamente plano, algo mejor que lo anticipado, pero muy asociado a las medidas fiscales. El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux agrega que la tasa de crecimiento se encuentra plana.

Indica el Gerente señor Sergio Lehmann que las ventas minoristas han seguido más bien negativas, no obstante, excluyendo automóviles, presentan un pequeño movimiento hacia arriba, pero nuevamente impulsado por medidas fiscales. Menciona el señor Gerente que entre los temas que probablemente preocupan, respecto a la evolución que podría tener esta variable hacia adelante, es que está asociado al mercado laboral, el que continúa debilitándose. Señala que la tasa de desempleo continúa subiendo y la dificultad para encontrar empleo ha estado aumentando. Comenta que la economía está destruyendo puestos de trabajo y, en lo más reciente, los datos de nuevas solicitudes de empleo han continuado siendo negativos, lo que está dando una señal de clara desaceleración hacia adelante. Indica el Gerente señor Lehmann que las condiciones de crédito se han tornado más restrictivas, situación que ocurre tanto en Estados Unidos de América como en la Zona Euro y Japón. Menciona que lo anterior es el último dato asociado al segundo trimestre. Indica que en el caso de Estados Unidos de América se aprecia un marcado deterioro en los indicadores y uno de los elementos que más preocupa está asociado a las tarjetas de crédito, producto del impacto que este componente tiene sobre el consumo o gasto de las familias americanas.

Señala el Gerente señor Sergio Lehmann que en el caso de empresas grandes y medianas, también se observó un deterioro importante que es relevante destacar. Comenta que la actividad manufacturera en tanto, tal como se muestra en el cuadro resumen, ha sido en el margen positiva; el índice manufacturero se ha situado en torno al pivote 50 después de datos negativos, pero esta situación se vincula muy directamente al sector externo que ha estado más bien positivo. Las exportaciones están mostrando tasas de crecimiento con una tendencia positiva, mientras que las importaciones han tendido a desacelerarse y, de hecho, variaciones en doce meses en términos reales muestran caídas en estas últimas. Menciona asimismo que la balanza comercial en el margen, ha tendido de todas formas a mejorar.

El Consejero señor Manuel Marfán consulta cuál es la unidad de medida en el caso de la balanza comercial y se le señala que está medida en billones de dólares base mensual. Comenta el señor Gerente que este hecho es importante de destacar porque esa pregunta surgió el lunes pasado y si se eliminara el precio petróleo a propósito de la pregunta que surgió, la balanza comercial aparecería deficitaria en 1% menos y ello es efecto exclusivo del precio petróleo. Señala que se está hablando de un déficit de más menos 3% ó 4%. El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux acota que la mejoría de la balanza comercial, descontando el precio del petróleo, es mucho mayor.



El Gerente señor Sergio Lehmann menciona que en la Zona Euro las noticias fueron malas en todos los indicadores, lo que se aprecia claramente en la gráfica que exhibe, que muestra que por debajo de lo esperado destaca el PMI. Por su parte, los ISM han sido relativamente malos, la confianza empresarial particularmente en Alemania también es negativa, y la producción industrial negativa. Es decir, menciona el señor Gerente, los datos apuntan claramente a una actividad por debajo de lo esperado. Comenta el señor Gerente que si se quisiera proyectar lo que está anticipando el mercado, se estaría mostrando una desaceleración más marcada hacia adelante. Señala que el ESI de alguna manera anticipa lo que debería estar esperándose respecto al PIB y como se aprecia, este es el último indicador y se debería esperar una desaceleración. De hecho, comenta el señor Gerente, el PIB de la Zona Euro en el segundo trimestre fue negativo, menos 0,8% trimestre a trimestre anualizado, lo que está en línea con lo esperado. Pero si se mira por economía, indica el señor Lehmann que la verdad es que hubo algunas sorpresas. La principal es tal vez que Alemania cayó menos de lo esperado, Francia cayó, situación que no se esperaba, y por su parte España se esperaba que cayera y no cayó. Indica que si se mira por economía, se muestra alguna divergencia respecto a los datos esperados y revela una zona que se está desacelerando. Lo anterior está en línea con los datos de PMI desagregados por región, y revela justamente esa misma señal, en el sentido que hay una clara desaceleración en estas economías.

El Presidente señor José De Gregorio consulta cuál es la razón para que Europa esté frenándose más allá de lo esperado. El Gerente señor Sergio Lehmann señala que se atrevería a decir que primero se debe a su sector externo mostrándose más débil que lo anticipado, es decir, que hay un factor global que está afectando a Europa y es el Euro. El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux agrega que además de ese hecho, las políticas macro, a diferencia de Estados Unidos de América, no están apoyando.

El señor Presidente menciona que no hay sorpresa en materia de tasas, y por esa razón se pregunta qué explica un rendimiento menor del esperado, porque igual se esperaba flojo. El Gerente de División Estudios señor Pablo García, menciona que estima que hay una diferencia en el problema de tasas, en el sentido que si se toman plazos más largos esta política ha sido distinta y hay una situación del sector bancario que es relativamente parecida, por lo menos el monto de pérdidas que han tenido los bancos en Europa, es bastante similar al que han tenido en Estados Unidos de América.

El Gerente de la División Operaciones Financieras señor Beltrán De Ramón, señala que los indicadores de crédito CDS muestran índices tan malos en Europa como en Estados Unidos de América, no así en Japón donde están un poco mejor. Comenta que la razón de esto es porque tanto Europa como Estados Unidos de América tienen exposición a la crisis *subprime*, y no así Japón.

El Gerente de la División de Estudios señor Pablo García, señala que la diferencia es que no ha habido un reventón inmobiliario, incluso de vivienda, como el que está sufriendo Estados Unidos de América. Menciona que se trata de una situación relativamente distinta, pero en términos de exposición de los bancos a estos instrumentos estructurados ha sido igualmente severa, y frente a ese fenómeno la respuesta de política en Estados Unidos de América ha sido en términos de tasa más agresiva y comenta que quizás en Europa se minimizó el impacto que ese hecho podía tener en la economía real.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que tan solo a modo de hipótesis tiene la impresión que cuando hay *shocks* de oferta que han sido en Europa los mismos que en otras partes, a lo mejor con distintas ponderaciones en sus índices, y no se afectan los precios, entonces se afectan las cantidades, porque si no, no cuadra. O es lo uno o lo otro, o es la política fiscal la que está absorbiendo la diferencia. Cree que es un poco parecido a lo que

Handwritten marks: a stylized signature and the number 4.



finalmente se ha terminado viendo acá. Agrega que se había mantenido exitosamente la inflación durante un período de varios años con *shocks* de oferta sucesivos, pero al final el daño de esos *shocks* de oferta sucesivos sobre el PIB potencial es inexorable, y que frente a ello no hay nada que hacer. En el corto plazo se termina manifestando finalmente en cifras que son sistemáticamente sorpresivas en una misma dirección.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux agrega que una cosa que ya se discute, es que la economía americana no va a tener estímulo fiscal en el segundo semestre y que las tasas de interés van a tener que empezar a subir en algún momento, pero indica que no hay nadie proyectando recesión en Estados Unidos de América hoy día, a pesar de la caída en el valor de las propiedades. Comenta al respecto que la explicación para muchos es que la economía norteamericana es muy flexible. Agrega que el capital y el trabajo se han ajustado muy rápidamente, las compañías tienen buenos resultados, y en Europa no hay la misma flexibilidad. Señala que la percepción que hay es que Europa pierde dinamismo y no sería nada de raro que tenga una recesión técnica, pero no así en Estados Unidos de América.

El Presidente señor José De Gregorio concuerda con lo señalado por el señor Vicepresidente y agrega que Europa estaba creciendo al 2% y nadie decía que estaba con problemas porque esa cifra es muy cercana a su potencial. Indica que su duda es por qué Europa ha terminado siendo peor de lo esperado. Comenta que todos saben que tiene problemas financieros internacionales o que puede ser tal vez lo que dice el Consejero Manuel Marfán.

El Consejero señor Sebastián Claro indica que de la lectura de la conferencia de prensa del Presidente del Banco Central Europeo *Jean Trichet*, después de la decisión de la semana pasada, le queda la impresión que estaban esperando un segundo y un tercer trimestre débil, no sabe si tan pronunciado como se ha dado, pero consistentemente sus respuestas a las preguntas dicen que efectivamente se está dando, y que no ha cambiado respecto de suponer que el segundo y tercer trimestre iban a ser más débiles. A lo mejor, indica el señor Consejero, es un poco más débil de lo que efectivamente se esperaba, pero quedó con la impresión que se trataría de una sorpresa, por lo menos en términos de esas declaraciones. El Presidente señor De Gregorio agrega que frente a la perspectiva de tasas, el ECB ablandó su posición.

El Gerente señor Sergio Lehmann señala que la gráfica muestra la misma pregunta, qué hay detrás de esto. Indica que claramente los créditos o los estándares de créditos en Europa se han deteriorado, lo que probablemente no está anticipado y ocurre tanto para empresas como para consumidores. Respecto a Japón, menciona que los indicadores dan cuenta también de una mayor debilidad, en línea con lo que se está observando en Europa. Agrega que en Japón también la situación ha sido más negativa de lo que se había previsto, destacando el PMI manufacturero, producción industrial y tasa de desempleo. Esta información se conoció durante la semana y solamente quiere dar cuenta que la razón fundamental que hay detrás de la caída en el *peak* del segundo trimestre, está asociada nuevamente al sector externo más débil tal como en Europa, y este hecho estaba asociado fundamentalmente a envíos a Estados Unidos de América que han empezado a caer. Respecto a Europa, también se está observando un fenómeno parecido y básicamente lo que está en el margen sosteniendo en algún grado al sector externo japonés, que obviamente ha mantenido cierto dinamismo, son los envíos fundamentalmente hacia China. Comenta el señor Lehmann que también el consumo ha sido negativo, situación que no ocurría hace ya bastante tiempo, lo que se ve justamente en el componente de la barra de la gráfica que está exhibiendo.

h



Respecto a tendencias inflacionarias, menciona el señor Gerente que en Estados Unidos de América las tendencias aumentan ligeramente y exhibe el IPC. Indica que hoy día se publicó el IPC *Core* para el mes de junio, el que muestra un aumento por sobre lo que se anticipaba de 0,3% y agrega que en doce meses alcanza a 2,5%. Indica que el IPC *headline* fue 0,8% y en doce meses, si mal no recuerda, es 5,6%. Destaca el señor Gerente que el IPC para Estados Unidos de América es de 5,6%, constituyéndose en el IPC más alto desde el año 1991.

El Gerente señor Sergio Lehmann indica que el alza del IPC efectivamente sorprendió, pues no era esperado, y que la reacción inmediata de los mercados fue de alzas de tasa, pero finalmente predominaron las preocupaciones respecto al mercado laboral y las tasas al final tendieron a caer respecto al cierre de ayer. Señala el señor Gerente que los datos de deflatores también están mostrando un pequeño salto en el PCE y los datos truncados. Agrega que la distribución truncada, así como el PCE *Core* también tiende en el margen a aumentar ligeramente. Menciona que en Japón y Europa la situación es un poco más marcada, los niveles de aumento de precios han sido mayores, el IPC está por sobre 4% en la Zona Euro, el PCE *Core* se mantiene estable probablemente por una demanda interna que se ha debilitado, y en Japón se observa también un fenómeno parecido. Agrega que mirando por región, se observa claramente que todas han tendido a mostrar mayores niveles de inflación y la única excepción es China, que ha tendido a mostrar una caída en sus inflaciones en doce meses y está por sobre 6%, lo que está asociado fundamentalmente a precios de alimentos. Menciona que en ese rubro China tiene controles, por lo tanto la lectura que se pueda sacar de esa cifra podría estar en cierto grado sesgada.

El Gerente señor Lehmann menciona que frente al escenario de menor actividad han disminuido también las expectativas de aumento de Tasa de Política Monetaria. Exhibe lo que observaban los futuros a junio pasado y comenta lo que se está viendo hoy día. Indica que dicha situación ocurre también en Europa y de hecho, si se observa con cuidado, se aprecia una ligera caída mirando hacia el año 2009. Agrega el señor Gerente que en Japón hay algunos premios, y que en realidad lo que espera el mercado, descontando esos premios, es más bien una estabilidad en las tasas de política monetaria y este hecho les lleva a pensar qué está esperando el mercado a diciembre de 2008. Menciona que se observa una alta dispersión, que se tiende a desplazar más bien hacia el lado izquierdo de la gráfica que exhibe, es decir, hay bastante incertidumbre respecto a qué podría hacer la Reserva Federal en diciembre, pero de todas formas, inclinado hacia el lado de mantención y si se sumasen las probabilidades que se derivan de este gráfico, que es la fusión de distribución a partir de opciones, se apostaría más bien hacia la mantención de aquí a diciembre.

Señala el señor Gerente que en el caso de Europa esta situación resulta más clara, porque la proyección se obtiene a partir de los futuros y el mercado está cien por ciento inclinado hacia una mantención de aquí a diciembre. Respecto a tasas largas, comenta que éstas en Estados Unidos de América tendieron a aumentar en 15 puntos base. Menciona que hoy día estaban ligeramente cayendo, tal como se había anunciado. Indica que detrás de este aumento han estado cifras de actividad que fueron algo mejor que lo que se anticipaba, muy asociado al impulso fiscal. Agrega que las compensaciones inflacionarias han tendido a caer en el caso de Estados Unidos de América y este hecho está muy influenciado por la evolución que ha tenido el precio del petróleo, ya que es mucho más marcada la transferencia de precio internacional a doméstico, y ello ha llevado a reducciones en compensaciones inflacionarias. Menciona que de hecho la tasa real aumenta más allá de lo que lo ha hecho la tasa nominal.

22 49



El Consejero señor Sebastián Claro comenta que no le convence cómo mirar la situación en Estados Unidos de América. Por un lado, no tiene claro si la perspectiva a dos años es un poco mejor o un poco peor. Señala que lo que se deduce de esa "tendencia" en las compensaciones inflacionarias, es que efectivamente esta menor inflación esperada, viene por menores precios del petróleo o por una menor actividad, o esas dos cosas están relacionadas. Pero le llama la atención que al mismo tiempo hay noticias que las perspectivas a mediano plazo en Estados Unidos de América son mejores que hace un trimestre. Entonces, no le queda claro qué se debe esperar de todo lo anterior.

El Gerente señor Sergio Lehmann menciona que cree que de partida la dispersión que hay respecto a expectativas de crecimiento para el próximo año es muy amplia. Por lo tanto, él diría que un elemento que caracteriza a Estados Unidos de América es una amplia incertidumbre respecto a qué va a ocurrir el próximo año en ese país. Comenta que en general, si se revisa hacia el año 2009 qué está esperando el mercado, la proyección más bien ha sido hacia la baja, y de hecho, algunos bancos de inversión están proyectando para el próximo año crecimientos de más menos 0,5%, aún cuando el grueso se está situando en más menos 1,5%. Si se tuviera que mirar con detención qué ha pasado en términos de expectativas para Estados Unidos de América, efectivamente lo único que se ha visto es un crecimiento algo mayor este año, asociado a indicadores de actividad y a medidas fiscales que se han adoptado, pero hacia el próximo año la mirada es más bien hacia un crecimiento algo más debilitado. Indica que detrás de las compensaciones inflacionarias, probablemente hay elementos que señalan que la menor actividad debería tender a reducir las presiones sobre precios domésticos y además, junto con lo que se ha observado más recientemente sobre el precio del petróleo, esto ha llevado a tener una mirada un poco más positiva u optimista de lo que va a ser la inflación pensando hacia el año 2009. Lo anterior, se ha reflejado en el movimiento de la Tasa de Política Monetaria que hoy día más bien se espera en términos de estabilidad.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux menciona que el mensaje de algunos reportes de bancos de inversiones y es el mismo que ha presentado el Gerente de Análisis Internacional. O sea, un muy buen segundo trimestre, y que no sería raro incluso que el crecimiento de Estados Unidos de América suba de 1,9% a 3%, pero eso no significa que en el futuro no se vaya a observar una desaceleración, que no solamente afectará a Estados Unidos de América, sino que será global. Menciona el señor Vicepresidente, que se está iniciando un período de bajo crecimiento como el de los años 2001 al 2003, y como el mercado laboral es muy flexible en Estados Unidos de América, las tasas de desempleo altas ayudan mucho con las presiones inflacionarias.

Señala el señor Gerente que en Japón y Europa las tasas han tendido a caer. En el caso de Europa, indica que la caída es de casi 20 puntos base y en Japón de casi 15 puntos base. Lo anterior, agrega, fundamentalmente por indicadores de actividad que han sido más débiles hoy día. No obstante, el dato negativo para la Zona Euro, en el segundo trimestre las tasas muestran estabilidad, lo cual refleja justamente que esas noticias ya estaban interiorizadas. Respecto a paridades cambiarias, señala el señor Gerente que el dólar ha recuperado terreno. Ese hecho se observa primero en la medida multilateral y si se miran datos de países emergentes, Zona Euro y Japón, se ve este fenómeno de manera bastante transversal. Menciona el señor Gerente que respecto a mercados emergentes las bolsas han tendido a caer y los premios se muestran relativamente estables, con cierta volatilidad; las bolsas están negativas como se muestra, y eso ocurre particularmente en el caso de las economías emergentes. En el caso de las economías desarrolladas, se observa un poco más de estabilidad en materia de bolsas.

fu 4



Respecto a flujos de capitales de economías emergentes menciona el señor Gerente que éstos se han ido debilitando. Muestra en la gráfica los flujos netos acumulados en doce meses promedio por región, y se ve que claramente exhiben una marcada desaceleración o en algunos casos incluso, salidas netas en doce meses. Este fenómeno ya se había observado en julio cuando se desata la crisis *subprime*, luego se vio una recuperación, pero nuevamente se aprecian cifras más bien débiles en esta materia.

Respecto a precios de *commodities*, indica el señor Gerente que éstos han tendido a retroceder. Destaca la caída en el precio de la energía y el petróleo fundamentalmente, y también la caída en el precio de alimentos. Si se ven los alimentos en particular, destaca por cierto la fuerte caída que ha mostrado el precio del maíz y el precio del arroz. En el caso del cobre se tienen caídas de 10%, y en el petróleo destaca una caída en torno a 20% más menos.

El Presidente señor José De Gregorio menciona que para efectos de comparación del *IPoM*, sería conveniente que cuando se presente ese tema, se trate de buscar algún paralelo en qué está pasando domésticamente, para entender por qué la percepción que se tiene es que se ha estado durante meses esperando que pase algo, pero luego que pasa no ocurre nada en el IPC y algo tiene que ver con la manera de ajustar precios. Indica que el año pasado se mostró este gráfico con alzas y se llegó al IPC y había una relación un uno a uno. En este caso, todo cae. Agrega que si bien es cierto no se tiene mucho cobre, al menos en lo que se refiere al maíz y al arroz, se esperaría que tenga algún impacto doméstico.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto señala que algo de eso ya está incorporado. Por ejemplo, indica que para el arroz se tienen caídas en las proyecciones. Sin embargo, el precio del pan ha seguido subiendo, a pesar que el precio del trigo ha estado cayendo desde hace un tiempo.

El señor Ministro de Hacienda consulta cuál es la hipótesis respecto a esos antecedentes. El Gerente señor Claudio Soto señala que hay dos cosas. Una, es que hay aumento de costos de otros factores como salario y energía. Sin embargo, indica que al mirar los márgenes del pan se ve que han aumentado. Estima que no ha habido una compensación de márgenes y eso ya es una cosa mucho más global que se va a ver en la segunda reunión, pero está el tema de qué es lo que está gatillando los ajustes de precios de balanza, ya que puede tratarse de problemas de expectativas simplemente.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que dado que los *commodities* agrícolas tienen precios tan estacionales, especialmente cuando se acerca la primavera en el hemisferio norte, quizás se debería tener un contrapunto entre qué es lo que se había proyectado que iba a pasar respecto por ejemplo del último *IPoM*, y qué es lo que verdaderamente está pasando, porque eso da realmente la medida de sorpresa que se podría tener, o también contrastándola respecto de los futuros. El señor Ministro de Hacienda señala que si se hiciera el ejercicio que el Consejero Manuel Marfán acaba de sugerir, sospecha que igual habría un componente grande de sorpresa de la banca. El Consejero señor Marfán comenta que a lo mejor no es 30% en el maíz, sino que puede ser una cifra bastante menor. Aclara que indicó esa cifra solamente para tener una noción, porque era el mismo tema que se tenía cuando subía, porque es producto de un ciclo estacional, o cuánto está subiendo porque realmente hay una sorpresa no anticipada.



El Gerente de la División de Estudios señor Pablo García señala que con respecto al precio del pan, una minuta que les proporcionó la señora Subsecretaria señalaba que por el lado de la industria del pan, lo que había ocurrido era la acumulación de un gran stock de trigo y harina a precios de principio de año, y que en la medida que esos *stocks* duraran, no iba a haber impacto de los precios internacionales sobre los precios domésticos, pero la evaluación que tenía el Ministerio de Agricultura es que en el tercer trimestre se iba a producir un nuevo proceso de acumulación de *stocks* y que se podría ver reflejado el menor precio internacional del trigo. Cuánto de eso fuera a afectar al precio del pan es la interrogante, si hay capacidad para traspasar menores costos a precios o no, pero hay toda una historia de acumulación de *stocks* que era la que estaba detrás de que los precios no hubiesen reaccionado todavía.

El Gerente de Análisis Internacional señala que ya que se está mencionando el tema del trigo y del maíz, solamente quiere adelantar un poco la discusión. Indica que efectivamente lo que se estaba observando en mayo en el IPOM, eran precios mucho más altos tanto para el trigo como para el maíz. En el caso del trigo, menciona, particularmente el precio cayó mucho antes. Agrega que sin duda las trayectorias que hoy día se están esperando son algo más bajas que lo que estaban en ese entonces, pero no muy distinto probablemente de lo que se estaba viendo hace un mes atrás. En el caso del maíz, añade el señor Gerente, las escalas no son muy felices para comparar trigo y maíz, pero en el caso del maíz, la caída también ha sido muy marcada, y las trayectorias hoy día son más bajas que las que se estaban anticipando probablemente en el mes de mayo, pero se van a dar esas cifras con más precisión durante el día.

En el caso de los combustibles, señala el señor Gerente que, mirando cada uno de los precios individualmente, se tiene que el precio del WTI ha caído de manera importante y esto ha estado asociado también a niveles de inventarios algo más holgados; la gasolina también ha caído en línea con lo que pasó con el precio del petróleo. Simplemente para el récord, indica el señor Gerente, que es importante destacar que las posiciones de inversionistas o fondos han tendido a caer y eso probablemente ha ayudado o ha ido en una línea con elementos más fundamentales que están asociados a demanda prevista en unidades desarrolladas más débiles. Agrega que respecto a las posiciones largas netas, se vieron muy importantes desde la mitad del año 2007 hasta hoy día, pero hoy han tendido a reducirse.

El Consejero señor Sebastián Claro destaca que en el gráfico que se exhibe, más allá de toda discusión conceptual de cómo esos papeles pueden llegar a afectar el precio del petróleo, etc., llama la atención el período cercano a enero de 2004, que también es un período de alta actividad y ahí no se nota mayor impacto. Comenta que a lo mejor vale la pena analizarlo con mayor detención, porque no sabe exactamente cuál es la unidad, pero respecto del tamaño del mercado, la actividad en el año 2004 fue tan grande como la que se observa hoy día. Señala que al final se aprecia una historia dual en este caso, que es asociar la evolución del precio del petróleo con las expectativas de lo que está pasando en Europa y Estados Unidos de América. Señala que esa es una historia y lo otro, es el desarme de estas posiciones. Indica que la relación causa-efecto queda bastante débil.

El Gerente de la División Estudios señor Pablo García estima que no se está tratando de argumentar un efecto causal, pero lo que sí cierto es que estos dos fenómenos pueden estar ocurriendo de manera simultánea, en cambio, la expectativa hace cambiar posiciones y hace cambiar precios.

3-4



El Gerente señor Sergio Lehmann continúa su exposición indicando que respecto a cuáles son las perspectivas para los precios del petróleo y la gasolina, es habitual que se obtenga a partir de los futuros, y como se ve en la gráfica, están claramente por debajo de lo que se estaba viendo en el mes de julio. Indica que lo anterior podría estar pintado de rojo en la gráfica, pero no es así porque ha transcurrido solamente la mitad de agosto y estos son datos mensuales. Menciona que hacia adelante de todas maneras se ve cierta estabilidad, por lo tanto, en cierto modo también las proyecciones, particularmente hacia el año 2009, se ajustan hacia la baja producto justamente de lo que se observa claramente de esta trayectoria. Lo mismo ocurre para el precio de la gasolina.

Agrega el señor Gerente que se empezó a usar futuros para proyectar, porque en algún momento, y ocurrió así en casi todos los bancos de inversión, ningún modelo del piso le empezó a ganar al *Random Walk*; simplemente se identificó y se empezaron a usar futuros con este fin.

Respecto del precio del cobre, indica el señor Gerente que éste ha tendido a caer también, lo que ha estado en línea con una recuperación de inventarios. Comenta que esta situación ha llevado a revisar las proyecciones del precio de este metal, y lo que se estaba viendo hace un mes atrás en las proyecciones de la Reunión de Política Monetaria de junio, está por sobre lo que se está viendo hoy día, producto de los datos más recientes de precios. Señala que hoy día, sin embargo, el cobre subió muy fuertemente 4%, y eso estuvo asociado a percepciones producto de transacciones en la Bolsa de Shanghai, que dan cuenta que la demanda China continúa bastante sólida.

Respecto a precios agrícolas, esto también complementa lo que se estaba conversando hace un rato atrás. Se puede observar que el precio del maíz ha caído de manera importante, pero tuvo un aumento a mediados de mes. La leche por su parte se ha mantenido relativamente estable, y como ya se había destacado, el precio del trigo ha caído. El precio internacional de la carne, esto es, precio de la carne en Brasil, ha subido y se ha mantenido en niveles relativamente elevados.

Lo interesante de ver también, añade el señor Sergio Lehmann, es que los precios de los bienes, tal como se destaca, son muy similares a lo que se observara en enero de este año. Señala que básicamente todo el aumento que se registró durante el año ha tendido a diluirse durante las últimas dos o tres semanas.

El señor Presidente añade que todas estas historias son interesantes, porque en el fondo los precios de los *commodities* están más o menos igual a como se esperaba que estuvieran en enero, pero comenta que en el caso de la inflación no ocurre así. Comenta que de alguna forma se podría pensar de nuevo que esto tiene que ver con que los ajustes de precios son más frecuentes para arriba en un período como éste. Indica que lo interesante sería conocer cuándo suben los precios y cuándo bajan. Por ejemplo, menciona la leche, que en Chile no ha bajado y en el mundo sí lo han hecho. Entonces, los precios se ajustan como *state dependent* y suben. Y qué es lo que ocurre en ese período de aumento transitorio. Que no se percibe necesariamente como transitorio y empieza a gatillar muchos ajustes de precios como los que estamos viviendo ahora. Es como una historia de persistencia, que tiene que ver con acumulación de decisiones, entre otras cosas, porque el petróleo estaba a 140 dólares, y se llega a un punto en que empiezan a ocurrir todos esos cambios y empiezan a traspasarse, y la proyección que se ha hecho con precios exógenos no muy distintos, genera muchos más efectos de segunda vuelta.



El señor Ministro de Hacienda señala que contaría esta historia de un modo levemente distinto. Indica que cuando hay tanto cambio en precios relativos, se probó que el viejo problema de la Isla de Lucas, no sabe si el cambio que está observando es de precios relativos o del nivel de precios. Entonces, cuando el precio de afuera baja, es muy difícil para los consumidores saber qué debería pasar con ese precio en particular, y por lo tanto, el *shopping* es probablemente más ineficiente y los incentivos para bajar los precios y reducir los márgenes son bajos, y sospecha que lo que está pasando hoy día es que mucha gente que subió el precio, si tuviera un marco importante tendría que bajar dicho precio y no lo está haciendo, en buena parte, porque los consumidores no lo están forzando.

A continuación, el Presidente señor José De Gregorio ofrece la palabra al Gerente de de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto Gamboa, para que presente la exposición sobre la parte nacional.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto señala que en el mes de julio la inflación nuevamente tuvo un incremento significativo, alcanzando una variación mensual de 1,1% en el caso del IPC y de 1,1% y 0,9% en los casos del IPCX e IPCX1, respectivamente. El aumento de precios fue generalizado a través de las distintas categorías del índice. Destaca que la incidencia de la inflación descontados los precios de alimentos, combustibles y servicios públicos pasó de casi 2 puntos porcentuales en el mes de abril a cerca de 3 puntos porcentuales en el mes de julio. Indica que en términos anuales, se registraron variaciones de 9,5%; 9,0% y 8,5% para el IPC, IPCX e IPCX1, respectivamente, y las velocidades trimestrales del IPC e IPCX1 aumentaron nuevamente respecto del mes anterior, mientras que la del IPCX se mantuvo. Por su parte, comenta que los indicadores de inflación subyacente continúan mostrando tasas elevadas, presentando mayores crecimientos anuales que el mes previo. Por otro lado, la media podada por artículos pasó de 6,4% a 6,7% en doce meses, mientras la que poda los componentes más volátiles (TMVC) aumentó de 4,1% a 4,4%. Asimismo, señala que tanto la medida de IPC que excluye alimentos y energía como la del IPCX1 sin alimentos registraron aumentos de 0,5 puntos porcentuales en su crecimiento anual, anotando 5,3% y 5,0%, respectivamente.

Menciona el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Soto, que las compensaciones inflacionarias se ubican en niveles menores a los máximos alcanzados para la Reunión de Política Monetaria anterior. Agrega que esta caída, en todo caso, coincidió con los ajustes que se apreciaron en el mercado de renta fija una vez anunciado el plan de deuda con que se esterilizará la compra de reservas internacionales por los siguientes dos meses. De hecho, una vez conocido el dato de inflación del mes de julio e Imacec de junio, ambos por encima de las expectativas de mercado, la caída en las compensaciones se revirtió parcialmente, en especial a plazos más cortos. Así, al comparar los valores al cierre de este informe con los vigentes al momento de la Reunión anterior, la compensación 1 en 1 cayó en 27 puntos base, mientras el 2 en 3 cerca de 20 puntos base y la de 5 en 5 lo hizo en 37 puntos base. Hace presente, que de igual manera y en el mismo período, las expectativas que se recogen de las encuestas a las mesas de dinero pasaron desde 6,90% anual a 6,50% a un año y desde 5,25% a 4,90% a dos años plazo. Señala el señor Gerente que la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) no mostró cambios respecto de lo que arrojaba un mes atrás: a un año sigue en 5,5% y a dos años en 3,8%, y solo a diciembre de este año pasa desde 7,5% a 8%. En cuanto a las expectativas que se extraen de la encuesta IPEC, comenta que el porcentaje de personas que responde que la inflación en los próximos doce meses subirá "mucho", aunque con un leve retroceso, se mantiene elevado (en torno a 70%). Agrega el expositor, que las expectativas de inflación anual que se extraen del IMCE aumentaron casi 2 puntos porcentuales entre junio y julio. Por otro lado, menciona que para el sector comercio cambiaron de 5,7% a 7,5% y para industria desde 6% a 8%. Indica el señor Soto que la trayectoria de las tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile, en



concordancia con lo anterior, también estuvo dominada por las comentadas novedades sobre el plan de deuda y los datos de inflación y actividad. En particular, las tasas de los documentos nominales mostraron una forma de "U" en el mes, ubicándose las de los BCP a dos años en 25 puntos base por sobre los valores vigentes al cierre de la Reunión de Política Monetaria pasada, mientras que las de diez años se sitúan 12 puntos base por debajo, comparando iguales fechas. Las tasas en UF, a su vez, luego de caer con intensidad, especialmente las a dos años, se han recuperado completamente, incluso la del BCU-2 que se encuentra en 40 puntos base por sobre los valores de julio.

En cuanto a la actividad, comenta el expositor que en el mes de junio el Imacec registró un crecimiento anual de 5% (5,4% descontado efecto composición de días hábiles, puesto que el número de ellos no tuvo diferencias). Comenta el señor Soto que destacó dentro de este resultado, la incidencia positiva que, por primera vez en varios meses, tuvo la actividad de los sectores ligados a recursos naturales. Al respecto, señala que fue importante la mayor participación del sector hídrico en la generación eléctrica. El comercio, en tanto, siguió mostrando un desempeño dinámico, acorde, en buena medida, con el dinamismo que muestran las ventas mayoristas de bienes de capital y con las ventas de automóviles. Si bien el crecimiento de la actividad en el mes de junio sorprendió positivamente respecto de las expectativas de mercado, es una cifra acorde con el rango de proyección para el PIB del año 2008 de 4% a 5% con sesgo a la baja considerado en el *IPoM* del mes de mayo, dando cuenta, una vez más, de los vaivenes propios de la información que se recibe mes a mes. Señala el señor Soto que así considerada la variación promedio de los índices publicados del Imacec para el segundo trimestre, se estima que la actividad habría aumentado 3,9% anual en dicho lapso, promediando un crecimiento de 3,5% en la primera mitad del año. Por su parte, en el segundo semestre, se estima que la actividad mostrará una desaceleración, no obstante su tasa de crecimiento anual será mayor. Agrega que esto último, en respuesta a la mayor cantidad de días hábiles en el período, la baja base de comparación de igual lapso del 2007 y el nivel que ya alcanzó la actividad en el primer semestre del año. Comenta el señor Soto, que a ello se agregaría, por un lado, una recuperación de los sectores ligados a recursos naturales, especialmente por las mejores condiciones hidrológicas y la puesta en marcha de nuevos proyectos en minería y, por otro, que los sectores de servicios continuarán con el dinamismo del primer semestre, considerando, especialmente, la evolución de la inversión.

Por el lado de la demanda, señala el señor Soto que los indicadores de consumo privado del mes de junio confirman una desaceleración de este ítem, pero algo menos que la prevista en el último *IPoM*, especialmente en su componente durable. Por su parte, las importaciones de consumo siguen creciendo a tasas relevantes, aunque las expectativas de los consumidores continuaron deteriorándose, alcanzando su nivel más bajo desde septiembre del 2001 (31,6). Indica el expositor, que cambios más relevantes para la evolución futura del consumo se pueden esperar a partir de la mayor restricción que se aprecia en las condiciones financieras que enfrentan las personas. En particular, la encuesta sobre crédito bancario del segundo trimestre indica que la oferta de créditos se habría vuelto más restrictiva, esto en línea con la evolución que arrojan los datos provisorios del mes de julio, en que el crecimiento anual del stock de deuda bancaria a personas, especialmente de consumo, se habría reducido. Menciona por otra parte, que de la Encuesta se desprende que los bancos han aumentado el *spread* sobre el costo de fondo y los requisitos de aprobación de créditos se han tornado más rigurosos. Lo anterior coincide con el incremento de las tasas de interés de este tipo de créditos y en el debilitamiento de la demanda que perciben los bancos. Por otro lado, en julio todos los agregados monetarios disminuyeron considerablemente su tasa de variación anual. La del M1 alcanzó a 8%, cifra no observada desde fines del 2006 y la del M2 bajó de dos dígitos, situación que no ocurría desde mediados del 2004, mientras la del M3 se mantiene en torno a 15% anual desde mediados del año 2007. Agrega que las cifras del mercado laboral, en cambio, continúan indicando una situación de brechas estrechas, que no ha cambiado en los últimos meses. El



empleo sigue creciendo a tasas anuales cercanas a 3%, con una composición en que la ocupación asalariada aumenta con fuerza, por sobre 5% anual y el empleo por cuenta propia sigue cayendo en términos anuales. Indica el señor Soto que destaca, nuevamente, el incremento de la fuerza de trabajo, que aumenta a tasas superiores a 4% en el último mes, mientras la tasa de desempleo, eliminada estacionalidad, se ha mantenido en valores algo menores que 8% en los últimos tres trimestres móviles.

Comenta el expositor, que la inversión sigue mostrando un panorama auspicioso. Por su parte, los datos de importaciones de bienes de capital continuaron altos en el mes de julio: cerca de US\$ 840 millones equivalente a un 54% de incremento anual. A su vez, el catastro de inversión de la Corporación de Bienes de Capital (CBC) arrojó una corrección al alza en la inversión prevista para el trienio 2008-2010. Señala que para este año, la mayor parte de la corrección se debe a una mayor estimación del gasto en equipos, mientras que para el 2009 y 2010 las correcciones se reflejan tanto en el componente de equipos como de obras de ingeniería. Hace presente que en todo caso, los datos del nuevo catastro confirman que la mayor parte de la inversión total y en construcción e ingeniería continúa realizándose en los sectores minero y energético. Respecto de las condiciones financieras que enfrentan las empresas, comenta que las colocaciones de empresas no dan cuenta muy claramente de que estas sean más restrictivas, al menos no como se desprende de las respuestas de la encuesta sobre créditos. Ello, porque el stock de las colocaciones sigue creciendo sobre 20% anual y las tasas de interés de estas operaciones son marginalmente mayores a las de comienzos de año. Señala que en forma adicional a lo anterior, en agosto destaca la emisión de 19 millones en bonos en UF, similar al monto colocado en el mes de mayo. Asimismo, la Bolsa de Comercio también ha recuperado terreno, al mismo tiempo que las empresas muestran resultados del segundo trimestre superiores a lo esperado. Así desde la Reunión de Política Monetaria anterior, la bolsa medida a través del IPSA ha subido 4,4%, menos medida en dólares: 0,9% y que se comparan con la variación de 0,7% del MSCI mundial y con la caída de 9,4% de las bolsas latinoamericanas.

Respecto de las paridades de monedas, señala el Gerente de Análisis Macroeconómico que al comparar los actuales niveles con aquéllos que prevalecían al momento de la Reunión del mes de julio, el peso continuó depreciándose, 2,2% en el período, aunque con menos intensidad que en los meses previos. Hace presente, que en igual período, los índices multilaterales TCM, TCM-5 y TCM-X también se depreciaron, pero en una magnitud menor 1,0%; 0,1% y 0,5%, respectivamente, lo que significa que parte de la pérdida de valor de la moneda chilena se puede asignar a la recuperación del dólar a nivel mundial. Por su parte, menciona que el tipo de cambio real (TCR) se estima que en el mes de julio y en lo que va corrido de agosto —equivalente a un promedio de \$517 en términos nominales— se ubica levemente bajo 98 (en su medida 1986=100). Agrega que la variación anual del IPE estimada para agosto se mantiene en torno a 17%, igual que el mes anterior.

Menciona el señor Soto que respecto de los costos, en junio los salarios nominales registraron movimientos dispares en sus tasas de crecimiento anual, aumentando levemente las del CMO, hasta 7,3% (7,2 % el mes anterior), y disminuyendo la del Índice de Remuneraciones (IREM), hasta 8,6% (8,9% el mes anterior). Señala que se estima que estos valores siguen siendo acordes con las cláusulas habituales de indexación. Las medidas de CLU, por su parte, registraron en junio un nuevo aumento en la tasa de crecimiento anual respecto del mes anterior, al tiempo que disminuyeron, en general, su velocidad de expansión.

Indica el expositor que el deteriorado panorama inflacionario ha llevado a mayores expectativas de mercado respecto de la Tasa de Política Monetaria en relación con lo anticipado un mes atrás, pero que difieren en el momento en que la política monetaria será menos restrictiva, dependiendo de la medida que se considere. Menciona el señor Soto, que en



términos generales, no obstante, se espera un incremento de 50 puntos base de la Tasa de Política Monetaria en esta Reunión de Política Monetaria y un incremento adicional de 25 puntos base antes de fines de año. Menciona que tras esto, las expectativas se dividen entre un posible nuevo aumento en el primer trimestre del 2009 y una mantención. Agrega el señor Gerente de Análisis Macroeconómico, que es importante señalar que después de la publicación de la Minuta de la Reunión de Política Monetaria del mes de julio, algunos analistas no descartan que se produzca un alza de la Tasa de Política Monetaria de 75 puntos base en esta Reunión.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que con respecto al comentario formulado por el Gerente señor Soto, en el sentido que el sector construcción sigue creciendo a tasas elevadas, pero con algunos indicadores que ponen nota de cautela, básicamente en las ventas de viviendas que han caído, tiene la impresión que podría aportarse más información sobre el tema si se separaran en la estadística de las ventas de viviendas nuevas, aquéllas que tienen subsidio de las que no gozan de éste, o al menos en aquéllas donde el componente de subsidio es muy alto, porque ese tema depende de las políticas de ejecución presupuestaria del Ministerio de Vivienda y no es un indicador de evolución de demanda agregada.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux señala que, en su opinión, una persona que tenga un crédito pequeño, si ese crédito está en UF y ésta sube de valor, esto constituye una limitación muy importante para tomar una decisión, además si se agrega que su empleo está menos seguro que antes, su disposición para comprometer sus ingresos futuros cambia.

El Consejero señor Manuel Marfán, sobre el mismo tema, agrega que si en el caso planteado, la persona que ha solicitado el subsidio se retracta, el costo de transacción resulta muy elevado, ya que pierde dicho subsidio y tendría que postular nuevamente, lo que resulta complejo.

El señor Ministro de Hacienda comenta a propósito de lo señalado por el Consejero señor Manuel Marfán, que sería importante resolver otra pregunta, no respecto de la sensibilidad de las tasas de interés, sino que sobre la posibilidad de poder intuir de mejor manera si estos indicadores parciales efectivamente constituyen una señal de alerta respecto al mercado, ya que bien podrían estar mostrando decisiones autónomas de la gente de cómo enfrentar distintos precios.

El Economista Senior señor Enrique Orellana menciona que entiende que los datos de vivienda a que se refieren estos comentarios serían solamente de viviendas privadas y no incluyen por ende, casas sociales.

El señor Ministro consulta cuál es la definición de viviendas sociales, ya que existe la vivienda en que no hay deuda de ningún tipo y todas las viviendas sociales son viviendas privadas, ya que se venden al usuario a veces a un costo nominal y, en algunas oportunidades, con un costo nominal más deuda. El Presidente señor José De Gregorio señala que esta situación habría que analizarla.

Con respecto al tema de los crecimientos sectoriales, el Consejero señor Enrique Marshall indica que se tienen buenas explicaciones para casi todos los sectores. Comenta que sin embargo, en el caso de la industria desconoce si se tiene alguna explicación para lo que sucede. Menciona también que generalmente se recurre a ciertos elementos puntuales como el metanol o las plantas de celulosa, donde se acelera la producción para explicar este fenómeno. No obstante, parte de la industria se ve afectada por el sector recursos naturales y en ese caso las divisiones no son muy claras.

4



Agrega el señor Consejero que plantea este comentario porque le intriga lo que sucede con la industria, porque se tiene, por ejemplo, una demanda fuerte en inversión y en consumo, pero la industria en general es débil y está dando sorpresas todos los meses. Señala que quisiera conocer si existen otros elementos que influyen o se trata al final, de una suma de pequeñas historias, pero en todo caso le parece poco convincente cuando se observa un crecimiento del consumo y de la demanda todavía relativamente rigurosos.

El Presidente señor José De Gregorio agrega a la pregunta que formula el Consejero señor Marshall, que se podría pensar a priori que la energía es de los sectores más intensivos sobre la actividad económica.

El Gerente señor Claudio Soto menciona que puede entregar dos antecedentes sobre este tema. El primero, que existe una tendencia secular en algunas ramas de la industria de ir a la baja, tales como el calzado y vestuario, y que constituye una redistribución estructural en la economía. El otro tema, se refiere a los precios relativos, asunto que ya se ha discutido sobre todo en el año 2006 y que ahora también se ha estado observando algo de este fenómeno, que tiende a favorecer a la industria de los transables y no transables, tal como se observa en los gráficos que se exhiben, que muestran que la primera está básicamente plana desde la fecha indicada, y que la de los no transables siguió creciendo y ha tendido a estancarse en el margen, lo que resulta coherente con una desaceleración por el lado de la demanda, pero también hay que agregar un tema de recomposición y allí lo que importa son los precios relativos dentro de la industria.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que en el efecto cambiario se observa la diferencia existente entre los sectores importadores y aquéllos sustituidores dentro de la industria.

El Consejero señor Manuel Marfán, sobre el mismo tema, señala que existe un recuadro que se incluyó en un *IPoM* anterior, cuyo propósito era observar particularmente el efecto de China en este tipo de industria.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García, comenta que entiende que efectivamente se incluyó un recuadro en un *IPoM* no solo respecto del efecto de China, sino que también de los efectos de la energía en general, el cual se encuentra fundado en un trabajo conjunto de los economistas señores Roberto Álvarez y Álvaro García donde se analiza, precisamente, que el impacto de la energía ha sido muy relevante en la productividad de las plantas industriales, en particular en aquéllas más grandes y en sectores más dependientes de la energía.

El Consejero señor Sebastián Claro no descarta que el efecto de la energía fuera tan fuerte, pero al mismo tiempo se está observando un traspaso importante del precio de la energía a precio final. Con una demanda creciendo, esto no necesariamente debería traducirse en una disminución en la cantidad producida y por eso claramente lo extraño es que efectivamente la cantidad se ha ajustado fuertemente.

El Presidente señor José De Gregorio señala que la demanda es alta, pero principalmente por bienes importados, lo que implica sustitución de la productividad nacional. Por ello, el alza de costo reduce la producción.

Señala el Consejero señor Claro que si efectivamente hubiera un efecto de demanda que se traspasó a los importados, tendría que haber una apreciación fuerte sobre el tipo de cambio real, lo que no se observa.

h



El Consejero señor Manuel Marfán señala que tiene la impresión que cuando se analizan las cifras agregadas macro, el *pass-through* de precios del petróleo a inflación es relativamente bajo. Sin embargo, para el sector industrial en particular, no tendría por qué originarse la misma situación que en la actividad macro completa. Entonces, en el caso de la industria manufacturera en particular, se observa que ha sido hiper sensible en su producción a los *shocks* energéticos, porque son los que suben los precios y los pasan a costos, por lo cual aumentan las importaciones.

El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan señala que en el mismo análisis del trabajo efectuado por el Economista señor Roberto Álvarez, se muestra que las utilidades de las empresas del sector manufacturero no caen, lo que parece consistente en el sentido que, en último término, existe un traspaso a precios y por el lado de la demanda final se produce una caída.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García señala que una visión distinta, que también se ha planteado, es que la energía ha sido el principal tema que ha restringido a la industria y no así el tipo de cambio, impresión que es compartida por el sector de la industria.

El señor Ministro de Hacienda indica que podría perfectamente ocurrir que exista un *shock* de ofertas en la energía, que caiga la oferta del sector manufacturero y con una demanda alta se transfiera todo a importaciones, si es que: primero, que se conozca cuál es el tipo de cambio real para ese ejercicio, que cree sería el tipo de cambio real sectorial y no el general; y en segundo lugar, si uno se concentrara solamente en el sectorial, dependerá qué tan alta es la sustitución en la curva de indiferencia de los consumidores entre las manufacturas importadas y, al respecto, señala que la verdad es que no se conoce ese dato. Si fuese suficientemente plana se podría conocer con mucha facilidad si el bien se produce en Chile o en el extranjero.

El Gerente de Análisis Macroeconómico sobre el mismo tema señala que en el gráfico se hace una descomposición, donde se trata de identificar los sectores competidores de importaciones de bienes de esos grupos y se observa que efectivamente ha habido un crecimiento de los competidores de importaciones que ha sido mayor al que ha tenido el sector transable como en todo.

El Presidente señor De Gregorio señala que hay dos tipos de bienes transables, los que compiten con importaciones y los que se exportan. El que produce la compensación en la producción es el exportador de los bienes que se exportan y si su precio está muy arbitrado afuera, no puede cambiarlo.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que cuando se señala que es la energía la que explica la situación, porque ésta irá cambiando, y por consiguiente, se podría deducir que la industria subirá en forma vertiginosa, se trata de una conclusión que al señor Consejero le parece dudosa.

El señor Ministro de Hacienda comenta que esta afirmación es muy importante desagregarla, puesto que existen lugares en que esa situación debiera ocurrir, de modo que si existe gas en el sector industrial éste despega. Sin embargo, como en el interior del sector industrial la elasticidad de oferta del costo de la energía es muy variable, puede que algunas de ellas por un precio de la electricidad relativamente razonable, que hoy no tienen, o con un diesel a un precio conveniente, pudiera ser que efectivamente puedan aumentar su producción.

h



El Consejero señor Manuel Marfán señala que tiene la impresión, sobre este mismo asunto, que existe un fenómeno de costos hundidos que no se recupera. Es decir, si existe una fuente energética que de repente, producto de un *shock* tuvo que transformarse, no necesariamente si se deshace ese *shock* recorrerá el camino inverso. Por consiguiente, le parece que tendría que ocurrir algo muy extraño para que el sector industrial manufacturero vuelva a utilizar gas para el proceso productivo, aunque por razones obvias ya exista. Agrega que hoy las percepciones de riesgo resultan distintas.

Por otra parte, comenta el Gerente señor Soto que, respecto a las cifras de empleo, éste sigue creciendo a tasas cercanas a 3%, y que el último registro mostró un aumento importante en la fuerza de trabajo que creció un 4,3% en el margen, lo que explicaría, en parte, el aumento de la tasa de desempleo que registró un 8% sin desestacionalización y con ella un 7,9%. El Consejero señor Enrique Marshall señala que en los datos de las cifras de empleo, le llamó la atención que en la Encuesta CERC, que mide la percepción de los consumidores, el principal problema lo constituye la inflación y el segundo o tercer ítem es el desempleo. Agrega, que el Banco en cambio tiene una apreciación distinta sobre el particular.

El Ministro de Hacienda estima que en la referida Encuesta no existe un cambio propiamente tal, ya que no es que el desempleo surja repentinamente, puesto que en las buenas y en las malas, éste se encuentra siempre entre los tres primeros en importancia.

El Vicepresidente señor Desormeaux agrega que le da la impresión de que las cifras de la Universidad de Chile registran una baja en la tasa de desempleo, lo que confirma el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Soto.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Soto señala que respecto a empleo asalariado, éste muestra una tendencia hacia una desaceleración y una suerte de rebote. Asimismo, con respecto al empleo por cuenta propia, informa que se ha estado trabajando en algunas hipótesis que sugieren la existencia de una recomposición sectorial del empleo, con un menor empleo agrícola, donde la incidencia por cuenta propia es más alta. Agrega que la Asociación Chilena de Seguridad da cuenta también de un cambio en la descomposición del empleo en temas etareos, con más empleo juvenil y de personas que han tenido más acceso a la educación y que, por lo tanto, ingresa de manera más formal al mercado laboral.

El señor Ministro de Hacienda indica que el comentario anterior explicaría el porqué el empleo asalariado se había estado fortaleciendo, pero no explicaría porqué se produce un pequeño efecto de reversión. Menciona que, en su opinión, resultaba improbable que el empleo por cuenta propia fuese negativo en forma consistente por año y que el asalariado creciera, a menos que se piense que la gran mayoría de las personas serán asalariados en algún momento.

El Gerente de Análisis Macroeconómico se refiere al gráfico sobre la trayectoria de precios relativos en el año 2000, un año post sequía. Indica que a comienzos de año se decidió seguir esta trayectoria de precios relativos como guía para proyectar la evolución de precios de verduras los que hasta la fecha, en este ítem, no han sido pequeños. Por lo tanto, no se ha reevaluado ese supuesto metodológico para hacer la proyección. La sorpresa que se produjo en el dato marginal fue a la baja, por lo tanto, en lo que sí nos anclamos, algo más bajo, fue al precio de las verduras y que se tiende a converger a precios relativos hacia fines de año. Esta alza podría ser algo pesimista respecto a frutas y verduras, pero hasta ahora el supuesto metodológico ha funcionado relativamente bien.



El Consejero señor Manuel Marfán señala que de solo observar el gráfico que se exhibe, le cuesta entender cuándo fue el *shock* de las heladas, porque le da la sensación que los precios presentan durante un período bastante largo, un comportamiento plano, se mantienen y después suben durante el tercero y cuarto trimestre para después converger a un nivel que es por el cual se mantiene estable al año siguiente. En consecuencia, se está proyectando que se mantiene estable lo que ocurre todos los años y en eso no existen errores de proyección. Agrega que el punto importante está en cómo será la curva, ya que desconoce el referente desde donde provienen los precios, y el año anterior es un buen referente, ya que fue un año muy anormal. En ese sentido, cree que no conviene cambiar el supuesto, pero estima que el supuesto es difícilmente más pesimista, porque lo que está concluyendo es que se tendrá un *shock* este año, pero de la magnitud del anterior.

El Gerente señor Soto indica que, respecto a la proyección para el IPC final, en que se agrega una trayectoria de combustibles que sigue aumentando, producto de la mecánica de operación del Fondo de Estabilización de los Combustibles, con precios todavía altos, pero que hacia delante, a partir de octubre, la proyección contempla precios que serían básicamente constantes o estables.

El Presidente señor José De Gregorio comenta que esto es algo independiente de lo que pase con el petróleo en este mes y el próximo.

El señor Soto señala que si se observa el precio internacional del petróleo está más plano, y deja de subir por el efecto del promedio móvil que está incluido en el centro de la regla.

El señor Ministro señala que, respecto a este asunto, hay dos cosas que son distintas. Una, es qué pasa cuando se está fuera de la banda y la otra es qué ocurre cuándo se está dentro de la banda y lo que podría haber, al menos para la gasolina, es un *switch* que en algún momento en los próximos meses de estar fuera de la banda se pase a estar dentro de ella. Agrega que al estar dentro de la banda se mueve con precios internacionales y lo plausible corresponde a cuatro combustibles y los cuatro tienen comportamientos algo distintos, pero una vez que se está dentro de la banda esto es relevante. Comenta también que con respecto a la gasolina se debería estar dentro de la banda en un mes más.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux comenta respecto al mismo tema que las metodologías tienen algunos parámetros que se pueden ajustar. Agrega que en este momento la metodología es un promedio móvil hacia atrás, pero según entiende es posible, por ejemplo, si se tuviera la percepción que los precios van a cambiar de tendencia, incorporar información sobre el futuro, para efectos de calcular esta banda.

El señor Ministro de Hacienda responde al señor Vicepresidente que ello es así y que esa situación se ha analizado. Sin embargo, existe el problema que los futuros no entregan ninguna información, es decir, para ponerlo en un término mecánico, hoy el precio de referencia es un promedio ponderado, que en el caso de la gasolina es de cincuenta y dos semanas atrás y cero semanas hacia delante. Indica que si efectivamente hacia delante se tuviese una caída esperada fuerte y le agregara alguna ponderación en las semanas hacia delante, el promedio móvil cambiaría la banda y, de igual manera, se produciría un impacto más rápido en los precios que pagan los consumidores.

El Gerente señor Soto señala, en relación al tipo de cambio, que éste estuvo creciendo fuertemente después de la última Reunión de Política Monetaria, pero se ha tendido a depreciar en lo más reciente y, en los últimos datos se observa que el tipo de cambio multilateral está más estable y que la depreciación obedece más bien a un fenómeno

102 4



generalizado del dólar. Agrega que si se analizan los fundamentales, la depreciación del tipo de cambio es coherente con la caída que se ha observado en el precio del cobre, pero no así con lo que ha pasado con el precio del petróleo. Por otro lado, si se observan los diferenciales de tasa, lo que ha pasado con el tipo de cambio no es del todo coherente, sobre todo en los últimos datos, en que se aprecia un aumento en el diferencial de tasas y el tipo de cambio ha continuado depreciándose.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux señala con respecto a lo planteado por el Gerente de Análisis Macroeconómico, que existen dos fenómenos importantes. El primero consiste en que ha caído el precio del cobre, y el segundo que también han cambiado las paridades internacionales y, en particular, que el Euro se ha depreciado desde abril, alrededor de un 7%.

El Gerente señor Soto, complementando lo anterior, indica que las paridades están más o menos estables, y que lo que sí le parece importante destacar es que ha habido un aumento en la diferenciación de tasas y eso no se ha reflejado en una apreciación del peso contra el Euro y otras monedas.

El señor Soto quiere destacar respecto de la Encuesta del IMCE que ésta registró un aumento importante en las expectativas de inflación en los próximos doce meses. Con respecto a este tema, señala que el gráfico que exhibe es una medida de la dispersión de las proyecciones, sin muchos datos, pero que constituye la construcción teórica de una distribución normal, donde los parámetros de la distribución se conjugan con lo que se obtiene. A este respecto, quiere resaltar que allí se observa que nos encontramos más cerca del IPC de diciembre que los meses previos y la dispersión ha aumentado, por lo cual existe un grado mayor de incertidumbre.

El Presidente, señor José De Gregorio, suspende la Sesión a las 13:15 horas e informa que la misma se reanudará a las 16:00 horas.

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 126.

El Presidente señor José De Gregorio ofrece la palabra al Gerente de División Estudios señor Pablo García, a fin de que presente las Opciones de Política Monetaria para esta Reunión.

El Gerente de División Estudios mencionado señala que en la última Reunión de Política Monetaria, el Consejo acordó subir la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base, hasta 7,25% anual, dado el deterioro que había experimentado el panorama inflacionario y para asegurar la convergencia de la inflación hacia el 3%. Asimismo, indica que se reafirmó el compromiso de conducir la política monetaria de manera de reducir la elevada inflación actual hacia 3% en el horizonte de política, señalando que ello resulta esencial para alinear la dinámica inflacionaria con el objetivo de estabilidad de precios. Agrega el señor García que aunque se mencionó que la trayectoria futura de la Tasa de Política Monetaria dependería de la nueva información que se acumulara y de sus implicancias sobre la inflación proyectada, se indicó que en el escenario más probable serían necesarios ajustes adicionales para asegurar la convergencia de la inflación a la meta.

Agrega el señor Gerente de División Estudios, que desde dicha Reunión, las principales noticias que se han acumulado son las siguientes. En primer término, que en el ámbito internacional, a las preocupaciones por la elevada inflación y sus riesgos se agregó una percepción más negativa para el crecimiento mundial. Con ello, no se anticipan cambios en las políticas monetarias de las economías desarrolladas en el corto plazo.

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 126
Política Monetaria
14.08.2008 19.-

En segundo lugar, que el precio del petróleo ha retrocedido de manera importante, hasta niveles similares a los de hace cuatro meses, y algo similar ha ocurrido con el precio del cobre y de otros productos básicos; y, tercero, que las últimas cifras nacionales de actividad superaron en algo las proyecciones previas, lo que reafirma el panorama de crecimiento para el año entre 4% y 5%. Indica que si algo, el sesgo a la baja contemplado anteriormente se ha tendido a disipar, pues se siguen esperando registros de crecimiento interanuales superiores a 5% para el segundo semestre.

Indica también el señor García, que el peso se ha depreciado después de la última Reunión de Política Monetaria hasta niveles del orden de \$ 515 por dólar en los últimos días.

Hace mención que la inflación de junio volvió a sorprender al alza y aunque fue en una magnitud relativamente acotada comparada con las sorpresas de meses anteriores, el diagnóstico a partir de la información detallada de precios y de las distintas medidas de inflación subyacente, indican una propagación mayor de la inflación pasada y de los mayores costos a precios finales.

Asimismo, indica el Gerente de División Estudios señor García que los mayores registros inflacionarios de julio llevan a corregir al alza en más de un punto porcentual la proyección a diciembre de la última Reunión de Política Monetaria. Comenta el señor García que a plazos más largos, las expectativas privadas de inflación se han mantenido relativamente estables. Menciona también, que el mercado anticipa de forma muy mayoritaria un incremento de la Tasa de Política Monetaria de 50 puntos base en esta ocasión, con incrementos adicionales que la lleven hasta 8-8,25% en unos meses más.

Indica el señor García que los antecedentes sugieren la necesidad de ajustar nuevamente la Tasa de Política Monetaria en esta ocasión. Agrega que al igual que en la Reunión pasada, se estima que un aumento de 25 puntos base es insuficiente para el deteriorado panorama inflacionario, por lo que se considera que las opciones más plausibles para esta Reunión son aumentar la Tasa de Política Monetaria en 50 o en 75 puntos base.

Señala el Gerente de División Estudios que de forma similar a la Reunión pasada, los criterios relevantes para ponderar una u otra opción son tres: (i) la magnitud del ajuste monetario requerido para que la inflación converja a 3% en los horizontes deseados; (ii) la evaluación de la credibilidad del Banco, tanto respecto de su compromiso antiinflacionario como de su capacidad de lograr una reducción de la inflación; (iii) la temporalidad con la que este ajuste se desea implementar. Menciona el señor García que respecto del primer tema, el diagnóstico de que el ajuste monetario del mes pasado requería de aumentos posteriores se ha tendido a validar tanto con la información coyuntural (de mayor crecimiento, inflación elevada y un peso más depreciado, y a pesar del menor precio del petróleo) como por las perspectivas de mayor inflación de corto plazo consideradas en los antecedentes.

Hace presente el señor García que con respecto al segundo punto, aunque no se han observado desviaciones adicionales de las expectativas de inflación, y que el mercado sigue anticipando aumentos adicionales de la Tasa de Política Monetaria, en la medida en que se considere que debiese darse una convergencia más rápida de las expectativas a la meta, se puede justificar un aumento más agresivo de la Tasa de Política Monetaria en la actualidad.

4



Por otra parte, indica que en el balance de las opciones entre 50 y 75 puntos base, en esta ocasión incide significativamente la discusión respecto de la temporalidad de la aplicación de los ajustes monetarios. Menciona que aunque existen menos dudas respecto de que un incremento de 50 puntos base esta vez con una elevada probabilidad requiere ser continuado en meses próximos con alzas adicionales, un aumento más agresivo puede inducir efectos que amplifiquen de manera excesiva el impacto de los ajustes en la Tasa de Política Monetaria, principalmente si se da en un contexto de mayor debilidad global en los próximos trimestres. Comenta que este riesgo se reduce al contemplar la posibilidad de un aumento de 50 puntos base con la incorporación de un sesgo.

Menciona el Gerente de División Estudios, que al igual que en ocasiones anteriores, la comunicación global de la política monetaria requerida en las actuales circunstancias, que con alta probabilidad sugiere más de 50 puntos base de mayores tasas de interés, puede ser informada de manera bastante clara en el Comunicado mediante un sesgo, sin la necesidad de tomar hoy acciones de política más agresivas.

Por lo anterior, señala el señor Gerente de División Estudios que el principal aspecto comunicacional o táctico, en esta ocasión, es que el mercado anticipa de forma muy mayoritaria un ajuste al alza de la Tasa de Política Monetaria de 50 puntos base, por lo que un ajuste mayor podría ser sorpresivo. Agrega que de forma similar, el mercado espera aumentos posteriores, por lo que la exclusión de un sesgo sería también sorpresivo.

Finalmente, hace presente el señor Gerente de División Estudios que un aumento de 75 puntos base puede ser confuso en términos de señalar la dirección futura de la política monetaria. Estima que un aumento de 50 puntos base permite esperar a tener y analizar toda la información que se desprenderá de la preparación del *IPoM* de septiembre, y a partir de la cual se puede tener mayor claridad respecto de cuál es el tamaño más preciso del ajuste monetario requerido hacia delante y a qué velocidad se deberá implementar.

El Presidente señor José De Gregorio agradece la presentación realizada por el Gerente de División Estudios señor Pablo García y ofrece la palabra a los asistentes para comentarios.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco manifiesta que comenzará su intervención, señalando que no le cabe ninguna duda que la situación inflacionaria no sólo es seria, sino que han habido sorpresas inflacionarias negativas que son altamente preocupantes, y por lo tanto, el énfasis de la Minuta de Opciones en un endurecimiento de *stance* monetario le parece el correcto. Agrega el señor Ministro que, habiendo dicho eso y sospechando que ese es un punto respecto del cual cree que existe bastante consenso, quiere plantear una pregunta que es más bien *forward looking*, es decir, que tiene que ver con el sesgo y con la orientación de lo que se hará más adelante, porque habiéndose acordado un par de alzas importantes en las últimas dos Reuniones de Política Monetaria, y proponiéndose en la Minuta otra alza de al menos la misma magnitud, quisiera saber hasta dónde llega este proceso o cuáles son los hechos o las indicaciones de la economía que serían suficientes y necesarias para que el sesgo cambiara o para que el proceso de ajuste de tasas concluyera. Por lo expuesto, cree el señor Ministro que, a riesgo de diferir levemente de este consenso unipersonal que se ha visto recientemente, quiere enfatizar algunos puntos que le preocupan y que se encuentran del otro lado de la moneda, es decir, puntos que de ningún modo minimizan la seriedad del problema inflacionario, pero que sí deben llamar a alerta respecto a otros posibles eventos que apuntan a la dirección opuesta.

- 4p



Menciona el señor Ministro, que primero a pesar que esto ya se planteó en la mañana, en el sentido que los grados de incertidumbre que se tienen respecto a lo que va a ocurrir con la actividad en el resto del mundo, se ha agrandado, le parece que después de un veranito de San Juan, en que las consecuencias reales de la crisis parecían ser leves, ahora más bien parece que esas consecuencias reales son grandes y que están aún por manifestarse. Asimismo, el señor Ministro manifiesta que no sólo la incertidumbre se debe al valor esperado sino que también, a que el valor ha crecido. Manifiesta el señor Ministro que nadie está muy seguro en relación a qué es lo que sucederá con la actividad y en la tradición de este Banco Central de considerar factores de riesgo y su dispersión.

En segundo lugar, el señor Ministro de Hacienda señala que sí es probable que la actividad en el segundo semestre de este año sea mayor por todas las razones aquí descritas. Hace presente que no hay que perder de vista que simplemente la actividad tiene un componente estadístico nada despreciable, asociado no sólo a la base de comparación sino que al efecto calendario, y por lo tanto, hay que tener cuidado antes de hacer la diferencia en el segundo semestre que viene más fuerte y por ello existe un problema que debe abordarse.

El Ministro señor Andrés Velasco, manifiesta que, en tercer lugar, hay un fenómeno que cree que nadie entiende muy bien, pero que en esta materia nos está ayudando y consiste en el incremento sostenido y sorprendentemente grande en la participación laboral, porque un escenario en el cual el empleo formal crece a las tasas que se han conocido y además, que el aumento de las fuerzas laborales es débil como había ocurrido hace un año atrás, sería un escenario muy distinto, en que el grado de *timing* en el mercado laboral sería notable. Agrega que hoy en día está coexistiendo una relación muy fuerte de empleo que para ser franco cree que no entendemos muy bien, con una participación mucho mayor en el mercado laboral que a su entender tampoco entendemos muy bien, pero desde el punto de vista de las evoluciones nacionales nominales y, por lo tanto, a las presiones inflacionarias, es una buena noticia y estima que eso contribuye a ponerle techo a lo que pueda ocurrir con los salarios nominales y a las presiones.

Manifiesta en cuarto lugar el señor Ministro de Hacienda que se está entrando en un rango de tasas de interés en el cual hay un grado importante de incertidumbre, respecto a qué tan sensible va a ser el consumo y al mayor costo de los créditos. Hace presente que no se refiere a que el consumo va a ser insensible; al revés, manifiesta que éste podría terminar siendo más sensible de lo que estamos acostumbrados porque los grados de endeudamiento de los consumidores de menores ingresos no son despreciables, porque existe un grado de bancarización y acceso al crédito mucho mayor que en ciclos anteriores de alzas de tasas en este país, situaciones radicalmente distintas a las que se presentaron en el último episodio de alzas fuertes hace una década atrás. Menciona el señor Ministro de Hacienda que, por lo tanto, no se tiene mucha experiencia y tampoco muchos episodios comparables con los cuales inferir qué sucederá con el comportamiento de los consumidores, si hay un alza súbita en el control de endeudamiento y la decisión de liquidación que a muchos de ellos no es hoy día *binding*, pasa a serlo y se pregunta cuál es el tamaño de los efectos riqueza que muchos de ellos podrían sufrir si es que cae el precio de sus activos y/o pierden el acceso al crédito. En relación a lo anterior, manifiesta el señor Ministro que es un área que a su parecer le es bastante desconocida. Asimismo, manifiesta que él no descartaría un efecto grande de los implementos de las tasas de interés sobre el consumo de los sectores netamente populares, ya que es muy difícil de cuantificar y que podría ser más grande de lo que hoy día tenderíamos a suponer.



Finalmente, el señor Ministro de Hacienda manifiesta que estas cuatro razones, más otras que podría listar, pero que se discutieron bastante en la mañana y por lo que no va a insistir en ellas, le llaman a pensar que si bien es cierto las justificaciones han sido abundantes para el endurecimiento de la política monetaria que el Banco Central ha emprendido en las últimas sesiones, le parece también que es bueno empezar a mirar el otro lado de la moneda, porque todo proceso de normalización o de ajuste o de endurecimiento tiene su comienzo, su medio y su final y la pregunta que surge es hacia dónde conduce este proceso y cuáles son los indicadores que podrían llevar a un cambio en esta tendencia que empieza a volverse especialmente relevante.

El Presidente agradece la exposición del señor Ministro de Hacienda y señala que, a continuación, corresponde realizar la votación de los señores Consejeros.

El Consejero señor Sebastián Claro manifiesta que la situación inflacionaria se ha complicado considerablemente en los últimos meses y que el último registro fortalece la idea que ésta se mantendrá alta en los meses siguientes. Indica que aunque las expectativas de inflación algo han bajado en las últimas semanas, continúan en niveles incongruentes con el objetivo de estabilidad de precios. En esta situación y en el contexto de la preparación del próximo *IPoM*, cree el señor Consejero que resulta fundamental un análisis de cuál es el nivel de Tasa de Política Monetaria consistente con la convergencia de la inflación a 3%. Indica que toma la decisión de hoy como una evaluación de la velocidad a la cual se debiera converger para obtener el nivel de tasa deseado.

Indica el Consejero señor Claro que en un contexto de alto crecimiento de la demanda doméstica y con ausencia de capacidad ociosa, la política monetaria debe contribuir a contener el crecimiento de la demanda agregada. Así, con expectativas de inflación significativamente por sobre la meta a distintos plazos, se requiere una dosis de ajuste monetario superior a cualquiera de las dos alternativas consideradas para esta Reunión. Señala que aunque se observa un incipiente grado de ajuste en los créditos de consumo y en el mercado monetario, la estructura de tasas sigue siendo expansiva y el costo de financiamiento de corto plazo no muestra signos de ajuste.

Manifiesta asimismo que es posible que el menor dinamismo de la economía internacional contribuya a disminuir el impulso externo, pero señala que no es prudente descansar en este mecanismo, cuyo efecto se desconoce, aunque sí puede contribuir a matizar la velocidad del ajuste de la Tasa de Política Monetaria. Por otra parte, señala el Consejero señor Claro que la caída en los precios de los *commodities*, en la medida que sean sostenidas en el tiempo, puede contribuir a aplacar la presión inflacionaria, pero es evidente que existe un traspaso generalizado en las alzas de precios domésticos.

Comenta el Consejero señor Sebastián Claro que los ajustes requeridos en la Tasa de Política Monetaria deben ser rápidos, principalmente debido a que las expectativas de inflación a distintos plazos sugieren que está latente un aumento aún más generalizado y persistente de la inflación. Indica que como señaló un Consejero en la última Reunión de Política Monetaria, lo más creíble y prudente es mantener un ritmo de fuertes aumentos de las Tasas de Política Monetaria hasta producir la convergencia deseada de las expectativas de inflación a la meta, sólo ahí se podrá retomar un ritmo de variación más normal. Señala que si no se retoma el control de las expectativas de inflación se pierde la capacidad de bajar la inflación al nivel meta en el plazo deseado. Comenta el Consejero señor Claro que el impacto sobre las expectativas se logrará en la medida que las decisiones de política monetaria estén acompañadas de una comunicación con el mercado que enfatice que estas decisiones pretenden contener el crecimiento de la demanda. Indica que este proceso requiere cierto grado de cautela, de manera de medir adecuadamente la evolución de la demanda agregada.



Sin embargo, señala que es importante resaltar que se requiere un ajuste en la demanda agregada, lo cual constituye el principal desafío de la política monetaria hoy. Señala el señor Consejero que descansar en eventos externos es altamente riesgoso y probablemente insuficiente; sugerir que las decisiones de Política Monetaria pretenden contener los efectos de segunda vuelta parece también insuficiente; y, bajar la inflación sin un ajuste en la demanda no es creíble. Manifiesta el Consejero señor Claro que dado lo anterior, un aumento de 75 puntos base probablemente tendrá un efecto mayor sobre las expectativas que uno de 50, el cual es ampliamente esperado. Sin embargo, cree que una secuencia de ajustes – que deberá ser implementado salvo improbables excepciones - terminará siendo una alternativa superior.

Respecto de la comunicación con el mercado, su opinión es que el comunicado debiera mantener un claro sesgo al alza. Además, el Consejero señor Claro considera importante calificar el comentario respecto de la evolución de los salarios. Al respecto, señala que nuestra medida de indexación habitual de salarios está sujeta a muchos errores de medición, y a la luz de la dificultad objetiva de predecir y medir efectos de segunda vuelta, no comparte la idea de seguir enfatizando que los salarios se siguen reajustando de acuerdo a las cláusulas habituales, lo cual da la impresión que no son actualmente fuente de preocupación. Comenta el señor Consejero que los eventos recientes sugieren que los ajustes en precios pueden ser bruscos, motivo por el cual sería más cauteloso en esa declaración.

Por las razones expuestas, el Consejero señor Sebastián Claro vota por subir la Tasa de Política Monetaria en 50 puntos base.

El Consejero señor Enrique Marshall agradece al *staff* el apoyo brindado para esta Reunión.

Señala el señor Consejero que la principal novedad del último mes es el deterioro del panorama inflacionario. En el frente externo, el crecimiento para este año sufre correcciones menores, en alza en Estados Unidos de América y en baja en Europa y Japón. En tanto, las perspectivas siguen denotando debilidad y los riesgos han aumentado. Los mercados financieros, cumplido un año desde que se desencadenó la crisis, permanecen tensionados. Indica el señor Consejero que a los problemas de liquidez y solvencia, aún no despejados, se suman nuevas preocupaciones por los efectos de la inflación y la desaceleración de la actividad sobre las carteras de las instituciones financieras. Agrega que en los países desarrollados, las perspectivas para estas instituciones continúan marcadas por un grado importante de incertidumbre. Indica que la inflación sigue siendo una materia de alta preocupación a nivel global y que se ha producido un alivio con el reciente ajuste hacia abajo observado en forma bastante generalizada por los precios de los *commodities*. Con todo, estos precios siguen siendo muy altos y el impacto de ello sobre la inflación efectiva y las expectativas sigue generando intranquilidad, especialmente en los países en desarrollo.

Comenta el Consejero señor Enrique Marshall que, en el frente interno, los mercados monetario y crediticio continúan en un proceso de ajuste gradual. Al respecto, señala que la principal novedad ha sido la significativa desaceleración de los agregados monetarios.

Menciona también, que el peso se ha vuelto a depreciar y se ha consolidado en un nivel significativamente más alto del observado en marzo de este año, donde alcanzó su punto más bajo. Por otro lado, las implicancias inflacionarias de su evolución reciente y futura deben ser evaluadas con atención.



Comenta el señor Consejero que el registro de IMACEC de junio sorprendió al alza, pero las perspectivas de crecimiento para el año, en su conjunto, están bastante en línea con las visualizadas con anterioridad. Indica asimismo, que la demanda permanece dinámica, el consumo mantiene su tasa de expansión, en tanto la inversión crece a tasas elevadas, incluso superiores a las anticipadas.

Por su parte, señala el Consejero señor Enrique Marshall que el mercado laboral sigue mostrando escasas holguras. El empleo mantiene su dinamismo, mientras la tasa de desocupación permanece estable y la fuerza de trabajo crece a tasas relativamente altas, lo que podría asociarse con la caída en el ingreso real disponible de los hogares.

Manifiesta el Consejero señor Enrique Marshall que, constituyéndose en el desarrollo más relevante para efectos de la política monetaria, el panorama inflacionario se volvió a deteriorar en forma significativa en el último mes. Agrega que el registro mensual sorprendió al alza y la variación anual se mantuvo en el mismo nivel alto del mes anterior y las señales de propagación hacia otros precios se siguen intensificando. Señala también que las nuevas proyecciones de corto plazo indican que la tasa anual permanecería en un nivel próximo al actual durante los próximos meses. Indica que el mercado ha reaccionado, ajustando nuevamente sus expectativas de inflación, las que expresadas como variación anual se ubican alrededor del 8% para diciembre de este año. Con todo, le parece que la propagación de esta mayor inflación hacia los salarios se mantiene bastante acotada. Sin embargo, estima que el riesgo de que las remuneraciones se aceleren ha aumentado debido al nivel y persistencia de la inflación.

Comenta el Consejero señor Enrique Marshall que las expectativas para la Tasa de Política Monetaria se han ajustado a este nuevo cuadro de inflación. Así, menciona que en estos momentos, el mercado espera que ésta suba entre 75 y 100 puntos base en los próximos meses y que parte de ello ocurra en esta Reunión, aunque la mayoría anticipa un alza de 50 puntos base en lo inmediato.

En suma, indica que el escenario macro muestra una inflación alta y persistente, un crecimiento similar al proyectado a principios de año y holguras de capacidad más bien estrechas. En estas circunstancias, señala el Consejero señor Marshall que la reacción de política debe ser nuevamente vigorosa y considerar un incremento de 50 ó 75 puntos base, como lo sugiere la Minuta de Opciones. Coincide el señor Consejero que un alza de menor magnitud debe ser descartada. Agrega que existen buenos argumentos para inclinarse por una u otra de estas dos opciones y que ambas constituirían reacciones adecuadas para el escenario enfrentado. En este caso, menciona que consideraciones tácticas pueden ser relevantes para efectos de la decisión.

Manifiesta el Consejero señor Marshall que, en su opinión, un incremento de 75 puntos base, cuando el mercado espera solo 50 puntos base, reforzaría el compromiso del Banco Central de Chile con la meta de inflación. Sin embargo, sorprendería y podría generar ruido respecto de las razones detrás de esta decisión y, sobre todo, respecto del curso futuro de la política monetaria. Por otra parte, menciona el Consejero señor Marshall que, considerando que la encuesta de expectativas anticipa un incremento acumulado de 75 puntos base en lo que resta del año, incluido el ajuste de esta Reunión, podría interpretarse que el Banco Central ha adelantado todo el ajuste requerido, lo que no se condice con el diagnóstico efectuado.

Indica asimismo, que un ajuste de 50 puntos base está más alineado con lo que espera el mercado, lo cual le parece un argumento sólido en esta oportunidad y además, éste otorga mayor libertad para orientar la política monetaria hacia delante y dosificar los ajustes requeridos en los próximos meses.



Señala el Consejero señor Enrique Marshall que de igual forma, le parece importante, como lo señaló en la última Reunión, que se brinde espacio para que los distintos agentes puedan revisar y ajustar gradualmente sus decisiones económicas a la luz de las nuevas condiciones macroeconómicas, lo que podría facilitar la tarea del Banco Central de Chile. Menciona que por lo demás, un ajuste de 50 puntos base, que se suma a dos ajustes sucesivos de igual magnitud en meses anteriores y que podría ser seguido por nuevos ajustes, entrega una señal suficientemente sólida sobre el compromiso del Banco Central de Chile con la meta inflacionaria.

En todo caso, indica que lo más relevante en esta oportunidad es comunicar que el proceso de ajuste monetario no ha concluido y que lo más probable es que la Tasa de Política Monetaria deba ser revisada al alza en los próximos meses. Por todo ello, se inclina por un alza de 50 puntos base, pero para ser congruente con lo señalado, estima que la orientación de la política debe mantener el sesgo restrictivo que traía.

Por las razones expuestas, el Consejero señor Enrique Marshall vota por subir la Tasa de Política Monetaria hasta 7,75%.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que como es habitual agradece el análisis efectuado por el staff. Agrega que, respecto a la Minuta de Opciones, hace suyo el listado de antecedentes relevantes a considerar desde la anterior Reunión de Política Monetaria, que se contiene en el párrafo dos de la misma, con el siguiente comentario adicional. Indica que si bien la proyección a veintitrés meses que surge de la Encuesta de Expectativas Económicas continúa estable, pero preocupantemente por sobre la meta, las compensaciones inflacionarias, considerando los *swaps* promedio cámara han experimentado una dinámica cambiante a lo largo del mes, con una reducción neta desde la Reunión anterior, pero una trayectoria en forma de "U" a lo largo del mes. Señala el Consejero señor Marfán que se trata de una situación donde la variable que aparece con una dinámica desalineada, respecto de su equilibrio estacionario de mediano plazo, sigue siendo la inflación esperada en el horizonte de política.

Manifiesta el señor Consejero que cuando se redacta el voto para la Reunión de Política Monetaria se trata de dar opiniones por noticias nuevas, ya que es muy tedioso fotocopiar el voto del mes anterior, pero en esta oportunidad le resulta difícil no hacerlo y quiere justificar el porqué.

Comenta que cree que esta profesión sabe cómo enfrentar situaciones clásicas de *shocks* de demanda o de *shocks* de oferta cuando hay credibilidad y existe un marco de política que da confianza. Pero en ese mismo contexto, puntualiza el señor Consejero, que no se está hablando de errores de política sino que de cómo tratar de hacer lo mejor posible. En realidad, señala el Consejero señor Marfán es que esta profesión no sabe cómo enfrentar una secuencia larga y persistente, de sorpresas inflacionarias de oferta de las más variadas naturalezas, que en el caso actual ya lleva casi una década,. Agrega que no se trata de un *shock* de oferta, sino que de uno, más otro, más otro, en forma persistente durante diez años en lo mismo.

Manifiesta el señor Consejero que la lógica de la formación de expectativas y de la formulación de políticas, en este contexto, sigue generando perplejidad en el mundo especializado. Agrega que quizás el único punto tranquilo de discusión, en ese contexto, es que el estado de la economía debiera ser más bien frío, es decir, un manejo de la demanda agregada que genere una brecha negativa, acotada y prudente; no se trata tampoco de políticas de *shock* fuerte, pero a la vez también persistente. Indica que sobre la base de este argumento,



leerá nuevamente y que forma parte de su voto, aquél que expresara en la Reunión de Política Monetaria de julio pasado.

Menciona el Consejero señor Manuel Marfán que lo más relevante del conjunto de noticias señalado, es nuevamente la percepción que la inflación no convergería a su nivel meta en el plazo de dos años.

Comenta que, en ocasiones anteriores, ha señalado que cambios en la Tasa de Política Monetaria de 50 puntos base deben reservarse para ocasiones especialísimas. Así lo fue hace un mes y así lo sigue siendo hoy. Desde esta perspectiva, le parece adecuado que las opciones a evaluar sean las de aumentar en 50 o en 75 puntos base la tasa de política, descartando aumentos inferiores, por la necesidad de reforzar nuestro esquema de política. Indica que mantener alineadas las expectativas de inflación con la meta de política es la mejor manera de minimizar los costos reales de la estabilización. Manifiesta también que la inversión en credibilidad en la regla de política requiere actuar de manera que coincida el discurso con la acción, hasta en sus componentes más sutiles. Así, a su juicio, es más importante el contenido y el tono del Comunicado y el de la Minuta, que la magnitud del ajuste de la tasa, ya que un ajuste exagerado puede eventualmente interpretarse como una sobrereacción, con un impacto contraproducente en la respuesta de los formadores de precios.

Señala el Consejero señor Marfán que le parece más prudente y más creíble mantener un ritmo de aumentos fuertes hoy y a futuro, hasta producir la convergencia deseada en las expectativas.

Por las razones expuestas, el Consejero señor Manuel Marfán vota por aumentar en 50 puntos base la Tasa de Política Monetaria.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux señala que desde la última Reunión se ha ido configurando un nuevo panorama, tanto en el plano externo como en el ámbito interno.

Indica que en el plano externo, los riesgos de una implosión del sistema financiero, especialmente en los Estados Unidos de América, han ido desapareciendo, debido a la decidida acción de las Autoridades, que han logrado evitar que se desarrolle un problema sistémico. Sin embargo, señala el señor Vicepresidente que este riesgo ha sido reemplazado por otro, particularmente en Europa y Japón, que consiste en el debilitamiento de la actividad mundial, siendo una de las consecuencias de este debilitamiento la caída en los precios de los *commodities*, la cual ha permitido aliviar parcialmente otro problema que ha estado presente por más tiempo y que es la inflación mundial. Agrega, que a pesar de los buenos resultados que ha mostrado la actividad de los Estados Unidos de América en el segundo trimestre, es muy probable que el mundo desarrollado esté iniciando un proceso de desaceleración similar al que vivió en el período 2001-2003. Indica que los mejores resultados de la economía norteamericana han derivado en una apreciación multilateral de su moneda, cuya contrapartida ha sido una depreciación de las monedas de Europa, Japón y el mundo emergente, lo que se ha visto reflejado también en la paridad del peso, el cual se depreció respecto del dólar en los últimos meses.

Comenta el señor Vicepresidente que el principal desarrollo en el plano interno ha sido la creciente evidencia – a partir de la inflación de julio - que se está en presencia de un mayor nivel de propagación de la inflación pasada y de los aumentos de costos a precios finales. Señala que si bien la inflación de julio tuvo un componente de sorpresa, los errores de proyección fueron esta vez de menor magnitud. La noticia más relevante es que los aumentos de precios se verificaron a lo largo de todas las categorías del índice, y no sólo en los rubros de



alimentos y combustibles. Ello también se aprecia en las categorías de vestuario, servicio doméstico, alimentación fuera del hogar, servicios de salud y carnes, lo cual sin duda tiene gran trascendencia para la trayectoria futura de la política monetaria.

Indica el Vicepresidente señor Desormeaux que un aspecto más positivo dentro de este panorama de mayor propagación, es que las diferentes medidas de expectativas inflacionarias no han experimentado incrementos, salvo en el más corto plazo. Agrega que la mayoría de los indicadores de mediano plazo han experimentado caídas de 20 a 40 puntos base.

Por otra parte, señala el señor Vicepresidente que la actividad ha mostrado un mayor dinamismo en el segundo trimestre, proyectándose un crecimiento superior al 5% para el segundo semestre. Detrás de ello está, sin duda, el mayor aporte del sector de recursos naturales, donde una mejor hidrología y la entrada en producción de nuevos yacimientos mineros explican buena parte de este repunte. Agrega que también juega un rol el dinamismo de la demanda interna, especialmente en el plano de la inversión. A diferencia del consumo, donde se proyecta un menor dinamismo, en el caso de la inversión las proyecciones se han corregido al alza, no vislumbrándose una mayor restricción crediticia, como sucede en el caso del consumo.

Comenta el señor Vicepresidente que dentro de los costos internos, como señala el Informe de la Gerencia de División Estudios, los costos laborales siguen evolucionando de acuerdo a cláusulas habituales de indexación, pero nada garantiza que ello se mantenga en el futuro, particularmente, si se llegara a percibir que la convergencia de la inflación a la meta podría tomar más tiempo del habitual. Frente a estos antecedentes, y particularmente, al diagnóstico de mayor propagación inflacionaria, señala que no le cabe duda que las opciones a considerar son un aumento de 50 puntos base o más, como plantea el documento de Opciones. Señala que si bien la gravedad de la amenaza inflacionaria podría justificar una reacción mayor, se inclina por un aumento de 50 puntos base en la Reunión de hoy, por diversas razones. En primer lugar, cree que con un alza de 75 puntos base nos arriesgamos a dar una señal perversa, esto es, en lugar de comunicar la determinación del Banco Central en el plano inflacionario, dicha decisión podría ser interpretada como una señal de que el panorama inflacionario es aún más negativo de lo que espera el mercado. En segundo lugar, la economía mundial sigue mostrando grandes áreas de incertidumbre, fundamentalmente en materia de actividad. La evolución reciente de los precios de bienes primarios es una evidencia en esta dirección. Así, un ajuste algo más moderado permite acumular más información. Por último, la elaboración del Informe de Política Monetaria de septiembre, que se encuentra en pleno desarrollo, es una buena oportunidad para evaluar con mayor precisión la magnitud y velocidad del ajuste monetario adicional que requiere la economía para asegurar la convergencia inflacionaria.

Finalmente, manifiesta el Vicepresidente señor Desormeaux, para que no quede duda alguna respecto al compromiso de esta Institución con la estabilidad de precios, cree que el Comunicado de esta Reunión debe dar cuenta que el Consejo estima que serán necesarios nuevos incrementos de la Tasa de Política Monetaria en el futuro, para asegurar la convergencia de la inflación al 3% en el horizonte de 24 meses.

En consecuencia, el Vicepresidente señor Jorge Desormeaux señala que su voto es por un alza de 50 puntos base de la Tasa de Política Monetaria, para quedar en 7,75%.

2- h



El Presidente señor José De Gregorio manifiesta que la coyuntura macroeconómica este mes no es muy distinta a la de los meses previos. Continúa siendo muy negativa e incierta. Indica que las noticias más estables provienen de la actividad interna, la que sigue evolucionando de acuerdo a lo esperado en nuestro último *IPoM*. Sin embargo, señala que la inflación ha mostrado nuevamente sorpresas con efectos de segunda vuelta algo por encima de lo anticipado, contaminando también las medidas de inflación subyacente.

Menciona el Presidente señor De Gregorio que en el ámbito internacional se observa una significativa caída de los precios de *commodities*, en particular el del petróleo. No obstante, éste sigue muy elevado en comparación a lo esperado unos meses atrás. Desde el punto de vista del entorno global, se observa algo más de debilidad en las economías desarrolladas, en particular en Europa.

Agrega que si bien la caída del precio de los *commodities* es positiva por el lado de las presiones inflacionarias que vienen del exterior, es difícil pensar que vayan a generar un alivio significativo en la dinámica de precios de corto plazo. Es decir, si bien es esperable una atenuación de la inflación importada, la cual no debiera generar presiones adicionales, el desafío de política es contener sus repercusiones sobre los precios internos más allá de un horizonte razonable, coherente con nuestra meta y los rezagos con los que actúa la política monetaria. Indica el Presidente señor De Gregorio que probablemente en los próximos meses se continuarán observando registros más allá de lo deseado, pero se debe evitar que ellos prolonguen la convergencia de la inflación a la meta.

Comenta el Presidente señor José De Gregorio que aún se observa una moderada evolución de los salarios, en el sentido que si bien sus registros son elevados, ellos son coherentes con la dinámica habitual de ajuste y por lo tanto, coherentes con la convergencia a la meta. No obstante, indica que resultaría inconveniente que se agreguen más efectos de propagación a los ya observados, y para ello hay que actuar oportunamente. Con todo, si nuestra evaluación es que los salarios no son la fuente primordial de propagación, hay que decirlo, tal como se ha venido informando, ya que el no mencionarlo daría la inequívoca señal que ésta ya no es nuestra evaluación.

Agrega el Presidente señor De Gregorio que el nivel de las expectativas, tanto las que se derivan de los mercados financieros como de las encuestas, sugieren la necesidad de un ajuste de la tasa, para evitar que ellas contaminen el proceso de formación de precios y salarios. Indica que el aumento de la oferta de trabajo, a la que se hizo alusión, contribuye a la moderación salarial.

Asimismo, cree el señor Presidente que también es importante aclarar cómo entran las expectativas inflacionarias en nuestro marco de política, el que se implementa, asegurando que la inflación proyectada converja a 3% en un horizonte de dos años. Indica que si las expectativas son altas se tendrá una brecha más negativa para poder cumplir con la meta de inflación, pero el objetivo no va a terminar una vez que las expectativas hayan caído porque sabe que son muy complicadas de bajar, ya que se puede subir mucho la tasa, crear una brecha muy negativa y cumplir con la meta de inflación. Si las expectativas bajaran se podría tener mucho menos inflación, de manera que el hecho que las expectativas sean mayores, sugiere que la dosis de política es mayor, que los costos de la inflación sean mayores, pero el objetivo final no terminará sino que una vez que las expectativas se hayan estacionado en la meta. Indica que podría ser perfectamente comprensible que se tenga que subir aún más la tasa, incluso cuando las expectativas estén alineadas y no va a ser ahí cuando termine. Ese no es el determinante del sino de la política monetaria.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 126
Política Monetaria
14.08.2008 29.-

Agrega el Presidente señor De Gregorio que existen muchos riesgos, los cuales fueron mencionados recientemente, como por ejemplo, las turbulencias externas con implicancias cambiarias de distinto ciclo, cambios en precios de *commodities*, ajuste de la demanda interna en un escenario de incertidumbre, estrechez financiera global y caída en la percepción económica de los consumidores. Señala que hoy el mayor riesgo es una mayor persistencia de la muy elevada inflación, por lo que se debe ser muy cuidadoso en monitorear la evolución de estos riesgos en el futuro.

Finalmente señala el Presidente señor De Gregorio que dada la actual coyuntura y la evolución de los riesgos, le parece adecuado volver a subir la tasa de interés en una magnitud significativa, 50 puntos base, manteniendo un sesgo al alza, pues en el escenario más probable ello es lo que debiera seguir ocurriendo.

Por lo todo lo anterior, el señor Presidente vota por un alza de 50 puntos base.

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

126-01-080814 – 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 50 puntos base, hasta 7,75% anual.

Comunicado

“En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base, hasta 7,75% anual.

Dado el deterioro del panorama inflacionario, este aumento de la tasa de política es necesario para asegurar la convergencia de la inflación hacia el 3% en el horizonte de política.

En el ámbito externo, las perspectivas de actividad para las economías desarrolladas se mantienen débiles y los mercados financieros internacionales siguen tensionados. El precio del petróleo se ha reducido, al igual que el de un número importante de otros productos básicos. Sin embargo, estos precios siguen elevados y las presiones inflacionarias en el mundo continúan presentes.

En el plano interno, la información disponible de actividad para el segundo trimestre es coherente con las perspectivas de expansión para el año contenidas en el último Informe de Política Monetaria. La demanda interna continúa creciendo a tasas elevadas, particularmente en su componente importado, y el desempleo se ha mantenido estable.

La inflación de julio superó lo anticipado, debido a aumentos en la mayoría de los ítems. Las distintas medidas subyacentes de inflación se han incrementado, lo que sugiere una propagación inflacionaria mayor que la prevista. Hasta ahora, la dinámica salarial sigue ajustada a patrones históricos.

24



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 126
Política Monetaria
14.08.2008 30.-

El Consejo reafirma su compromiso de conducir la política monetaria de manera de reducir la elevada inflación actual hacia 3% en el horizonte de política. Ello resulta esencial para alinear la dinámica inflacionaria con el objetivo de estabilidad de precios. La trayectoria futura de la TPM dependerá de la nueva información que se acumule y de sus implicancias sobre la inflación proyectada, aunque en el escenario más probable serán necesarios ajustes adicionales para asegurar la convergencia de la inflación a la meta.”

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

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Vicepresidente

JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Presidente

ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero

MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero

SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero

ANDRÉS VELASCO BRAÑES
Ministro de Hacienda

JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR
Ministro de Fe (S)

24