



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 122  
celebrada el 8 de mayo de 2008

---

En Santiago de Chile, a 8 de mayo 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.

Asiste la señora Ministro de Hacienda Subrogante, doña María Olivia Recart Herrera.

Asisten también:

Gerente General, don Alejandro Zurbuchen Silva;  
Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldívar;  
Gerente de División Estudios, don Pablo García Silva;  
Gerente de División Política Financiera, don Kevin Cowan Logan;  
Gerente de División Operaciones Financieras, don Beltrán De Ramón Acevedo;  
Gerente de División Estadísticas, don Ricardo Vicuña Poblete;  
Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;  
Gerente de Análisis Macroeconómico Interino, don Claudio Soto Gamboa;  
Gerente Asesor de Comunicaciones, don Luis Alberto Álvarez Vallejos;  
Economista Senior, don Enrique Orellana Cifuentes;  
Economista Senior, doña Erika Arraño González;  
Secretario General, don Jorge Court Larenas.

El Presidente señor José De Gregorio señala que asisten especialmente invitados el Gerente de Mercados Financieros Nacionales (I) señor Jorge Pérez Etchegaray y la Economista Senior señora Andrea Tokman Ramos.

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, don Sergio Lehmann informa que durante este último mes los indicadores de actividad para Estados Unidos de América han sido menos negativos de lo que se preveía, elevando ligeramente su perspectiva de crecimiento para el año 2008. Los mercados anticipan que el ciclo de bajas de la Tasa de Política Monetaria en Estados Unidos de América habría concluido, mientras que se descartan bajas en Europa. Indica que las condiciones crediticias de las economías desarrolladas continúan especialmente estrechas, lo que llevaría a una lenta recuperación de su crecimiento económico. Las tasas de interés en bolsas aumentan, reflejo de la búsqueda de mayor retorno de la parte inversionista, y en línea con eso, la volatilidad del mercado se ha reducido, mientras que hacia economías emergentes se observan mayores ingresos de capitales.



Menciona que respecto a los *commodities*, el precio del petróleo ha mostrado una tendencia al alza las últimas semanas, alcanzando máximos históricos. En tanto, el precio del cobre se ha mantenido elevado, mientras que el de los alimentos exhibe comportamientos disímiles. Se destaca una caída especialmente importante en el precio del trigo y una reversión en el precio del arroz, tras haber aumentado con fuerza las primeras semanas del mes.

Indica el Gerente de Análisis Internacional que, respecto a los indicadores para Estados Unidos de América, se observan mejores indicadores de empleo en el sector industrial. No obstante, la debilidad en el sector inmobiliario se mantiene y asimismo se han producido nuevos deterioros en la confianza de consumidores. Agrega que se destacan buenos indicadores por el lado del sector laboral. El mercado inmobiliario continúa ajustándose y hay algunas buenas noticias por el lado de los ISM de producción industrial. Indica el señor Gerente, que el resumen del crecimiento del PIB para el primer trimestre de este año fue de 0,6%, y se destaca especialmente el aporte que representaron los inventarios privados. Manifiesta que durante los últimos días aparecieron indicadores de inventario del sector industrial que fue más bajo de lo que se preveía, lo cual haría anticipar que probablemente este crecimiento se corrija a la baja en la próxima revisión en un par de semanas más.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux señala que puede que esos inventarios no sean deseados.

El Gerente de Análisis Internacional responde que podrían ser claramente no deseados y que esa es la lectura que se tiene. Los temores en la actividad provienen de la desaceleración que está mostrando el consumo. Indica que se observa que, no obstante en el margen los datos del mercado laboral han sido positivos, ha habido una tendencia negativa en materia de creación de fuentes de trabajo y el desempleo ha tenido también una tendencia hacia el alza. Señala que la confianza de consumidores continúa deteriorándose lo que podría estar llevando a nuevos debilitamientos de este componente de la demanda interna. Igualmente se han deteriorado las perspectivas para la inversión no residencial, la que ha mostrado caídas en el último trimestre y una tendencia hacia una menor actividad. Respecto a la Zona Euro, señala el Gerente señor Lehmann que hay indicadores mixtos, pero en general todos apuntan hacia un crecimiento más débil. Menciona especialmente que las encuestas en Alemania han sido negativas, la encuesta IFO y la de confianza empresarial siguen siendo negativas. Manifiesta que el PIB se ha desacelerado en términos de tendencia, lo que está en línea con el *EuroCoin* que de alguna manera anticipa la trayectoria de los próximos trimestres. Agrega que lo que se percibe de estos indicadores, en conjunto con lo que se está observando en términos del PMI y el ESI, es que el crecimiento de los próximos trimestres en Europa será bastante más débil.

El Consejero señor Sebastián Claro menciona que cuando se leen las declaraciones de las autoridades en Europa éstas no parecen ser tan pesimistas respecto de su crecimiento, pues hablan de una desaceleración un poco más suave de lo que las cifras sugieren.

El Presidente señor José De Gregorio agrega a lo anterior que el deterioro de los índices es bastante fuerte, pero no tiene un uno a uno con el PIB, pero sí, todo habla de desaceleración.



El Consejero señor Manuel Marfán consulta si el *EuroCoin* es un indicador líder, ya que es un indicador adelantado.

El Gerente de Análisis Internacional indica que ese índice se construye a partir de indicadores que son conocidos y sobre esa base se utilizan y se genera. En general, muestra una correlación bastante importante con el PIB, y hace anticipar, a propósito de los indicadores más recientes que se han observado, que el PIB debería tender a desacelerarse. En ese sentido el indicador *EuroCoin* sí se podría anticipar como líder o preverlo como tal.

El Gerente de División Estudios agrega a lo anterior que ese índice es líder de la evolución de estadísticas oficiales, pero no respecto a lo que va a ocurrir con la economía hacia adelante.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux señala que para relativizar un poco estos datos, el crecimiento tendencial de Europa debe estar en torno al 2%, cifra no muy alejada de las proyecciones que se han discutido.

El Gerente de Análisis Internacional agrega que hoy se observaron datos de exportaciones para Alemania relativamente negativos, y que también se ve una desaceleración del sector externo que hace prever, en línea con lo que se está manifestando, una desaceleración en la actividad.

Indica el señor Gerente que los consumos privados y las ventas minoristas se han ido desacelerando, producto de una confianza de consumidores que también se va mostrando gradualmente más pesimista. Respecto a Japón, se observan indicadores mixtos, pero en general predominan las noticias negativas. Se aprecia también una desaceleración en la actividad *PMI*, producto industrial y confianza de consumidores, que han sido más negativas de lo previsto. Indica que para el crecimiento mundial 2008 y 2009, se observa un leve aumento en la proyección para el mundo de una décima, que se debe fundamentalmente al dato de crecimiento de Estados Unidos de América para el primer trimestre de 0,6%, que fue mayor al que se esperaba, mientras que para el año 2009 la percepción es algo más negativa. Señala que el crecimiento 2008 – 2009 sería prácticamente el mismo, con una recuperación de las economías desarrolladas relativamente lento, especialmente en el caso de Estados Unidos de América.

Respecto a indicadores de inflación, se aprecia que en el caso de Estados Unidos de América la inflación *Core* ha mostrado un leve aumento, no obstante *headline* está mostrando una desaceleración, lo que ocurre tanto para el IPC como para el deflactor del PCE que se desacelera. En el caso de la Zona Euro y Japón se observa lo mismo.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann menciona que en la Zona Euro y Japón se observa una situación análoga con presiones inflacionarias que se mantienen. En el caso de la Zona Euro, el IPP está subiendo de manera bastante marcada, el IPC tuvo una ligera revisión al margen y los indicadores *Core* están subiendo. En el caso de Japón, tanto el IPC como los indicadores *Core* están creciendo, lo que indica mayores presiones en esa economía.

Handwritten marks at the bottom left of the page, including a stylized signature and the number '4'.



El Gerente señor Lehmann señala que para el mundo se observa también una situación parecida, con aumentos generalizados de inflación. En la Zona Euro se visualiza una pequeña reversión, pero el *Core* sigue aumentando y existen tendencias al alza en Asia, China y América Latina.

Respecto a expectativas de la Tasa de Política Monetaria, éstas se han corregido, particularmente en el caso de Estados Unidos de América. Se esperaban nuevas reducciones hace un mes, no obstante hoy existe cierto consenso en el mercado que se habría llegado al piso en materia de reducciones de tasa y de hecho, a partir de los futuros se empieza a observar un aumento de la Tasa de Política Monetaria a fines de este año. En el caso de Europa, si bien durante mucho tiempo se esperó un recorte eventual de 25 puntos base, hoy está prácticamente descartado por el mercado, y se espera cierta estabilidad durante un período más o menos largo. En el caso de Japón, los mercados están pronosticando aumentos y éstos se han reafirmado a partir de los datos de inflación más recientes y de las declaraciones del Banco de Japón, que dan cuenta de su preocupación por la inflación. Agrega que los problemas de liquidez en el mercado han persistido y como es habitual se está llevando el premio de la *Libor* versus *Fedfund*. Indica el señor Gerente, que Estados Unidos de América está prácticamente igual a lo que se observó hace un mes. Sin embargo, destaca que a mediados de mes estuvo bastante más alto a raíz de la discusión respecto al cálculo de la *Libor*, y posteriormente ha retornado a los niveles de premio que se observaron hace un mes. En el caso de la Zona Euro se aprecia lo mismo, premios que están más menos en línea con lo que se observó hace un mes, históricamente muy elevados.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta qué explica o qué eventos están asociados con esa falla en el año 2008, tanto en Europa como en Estados Unidos de América.

Responde el Gerente señor Lehmann que las acciones de los Bancos Centrales, que en algún momento se anticiparon particularmente fuertes y que pudiesen generar alivios a los problemas de liquidez, llevaron a que estos premios cayeran, pero posteriormente hubo un recrudescimiento de los problemas o de las visiones de éstos en la liquidez de los mercados.

El Consejero señor Manuel Marfán indica que tiene la impresión que eso muestra perfectamente una tendencia, pero le parece que el premio para plazos más cortos es más alto y más volátil también, porque es a tres meses.

El Presidente señor De Gregorio consulta si se trata de un *swap* interbancario.

El Gerente señor Lehmann responde que es una forma alternativa de liquidez, la OIS efectivamente es una interbancaria *swap* versus *Libor*. Le parece en todo caso que una debilidad de esa metodología es que la *Libor* esté mirando siempre 30 días o 90 días hacia adelante versus una *overnight*.

El Consejero señor Manuel Marfán recuerda que cuando se comenzó a observar este tipo de gráficos, a propósito de la crisis de liquidez, los plazos más cortos tenían el *spread* de liquidez más alto y después se iban disolviendo en el tiempo. Indica que lo anterior no ha vuelto a observarse. Agrega que a lo mejor, para plazos más cortos se refleja con mayor



fuerza, pero quizá también con mayor volatilidad. Al respecto, consulta cuál es el termómetro que se debería usar para saber cuál es el grado de iliquidez existente.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García señala que hay una historia respecto de dónde se ha manifestado el problema de liquidez. Señala que inicialmente se produjo en los tramos cortos y los tramos más largos estaban relativamente tranquilos; los bancos centrales tuvieron cierto éxito en enfrentar ese problema, pero el punto fue que se empezó a trasladar hacia adelante, a tramos más largos, y ahí empezó la presión para que los bancos centrales intervinieran, no solamente proveyendo liquidez a tramos muy cortos, que es su negocio habitual, sino que lo hicieron también a tramos más largos, lo que produjo cierta resistencia y discusión, y eventualmente es lo que están haciendo. En consecuencia, hoy puede ocurrir que los tramos más cortos estén un poco más atenuados porque es más fácil de controlar, pero existe este problema más estructural de provisión de liquidez.

El Consejero señor Enrique Marshall comenta que la información que existe hoy en los reportes de los analistas es que la liquidez sigue estando complicada, el mercado interbancario sigue teniendo bastantes problemas y el de crédito habría tenido un alivio medido por los *spreads*. Comenta que lo que es propiamente crédito parece que se ha aliviado un poco. Sin embargo, subsiste un tema consistente en que el interbancario tiene mucho ruido. Menciona que hoy un reporte del AIS decía que existe mucha diferencia entre las tasas que están reportando los bancos, lo que tiene que ver con un tema que se planteó hace algún tiempo respecto de la *Libor*, sobre la confiabilidad de la información, y es que la tasa *Libor* está siendo bien reportada, que hay mucha diferencia entre un banco americano y uno europeo, los *money center* y los bancos regionales, y que entonces subsiste una situación crítica, pero el alivio ha venido por el lado de los *spreads*, lo que ha mejorado un poco los sentimientos en el mercado.

El Gerente señor Lehmann indica que los *spreads* han tendido a caer. Lo que se observaba hace un par de meses atrás era que este *spread*, la *Libor* versus *Fedfund*, caía de manera bastante más marcada y convergía con cierta rapidez a 20 puntos base, que es más menos el promedio histórico. Hoy se está observando una prolongación de esos problemas hacia adelante. Menciona que en el caso de las tasas de largo plazo éstas sí han aumentado en línea con esta búsqueda de mayor retorno por parte de los inversionistas y en línea también, con esta mayor tranquilidad en el margen. En el caso de Estados Unidos de América, el aumento de la tasa es en torno a 30 puntos base. En el caso de la Zona Euro era hasta el día de ayer de 20 puntos base, pero hoy se devolvió casi 10 puntos base, a propósito del dato de exportaciones de Alemania, que da cuenta de una economía que podría verse más debilitada hacia adelante. En el caso de Japón, el aumento también es algo mayor en el día de hoy de lo registrado, más menos de 30 puntos base. La compensación inflacionaria en Estados Unidos de América, en línea con estas mayores presiones inflacionarias a las que se hacía mención cuando se observaban los IPC y PCE, han tendido a aumentar y la compensación inflacionaria ajustada en el margen, de hecho aumenta en línea con el *PCE Core*, el que se publicó la semana pasada y que fue más alto de lo que se anticipaba.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que lo que indica el cuadro es que cuando hace el ajuste la Reserva Federal de Cleveland sube y cuando lo hace el Banco Central de Chile baja. Respecto de dicho comentario, el Presidente señor José De Gregorio acota que eso se debe a que el mercado líquido de ellos es el bono nominal y el nuestro es el bono en UF.



El Consejero señor Sebastián Claro recuerda que hace un par de Reuniones se comentó y se resolvió analizar o tratar de replicar la metodología de Cleveland.

El Gerente de Análisis Internacional responde al Consejero señor Claro que se estudió la metodología señalada cuidadosamente e indica que dicha Institución tiene una información que para el Banco Central es difícil de construir y es la indicación de liquidez, donde se mide el grado de liquidez, comparando la tasa de los bonos *onshore* con los bonos *offshore*, que son los bonos recién emitidos a diez años, versus bonos que llevan ya un tiempo en el mercado y que tienen horizonte, un plazo que los hace menos atractivos y que por lo tanto son castigados en términos de liquidez.

El Consejero señor Claro insiste que es un ajuste relevante, porque el argumento conceptual que se está dando y que a lo mejor hace mucho sentido, corresponde a un ajuste de magnitud significativa.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García indica que es muy distinta la situación de Chile con respecto al *shock* de liquidez que enfrenta Estados Unidos de América, el cual es de gran magnitud, ya que el Banco Central de Chile no ha enfrentado un *shock* de liquidez ni un cambio de portafolio.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que esta situación habría que analizarla, pero el sentido común sugiere que debería bajar.

El Gerente de Análisis Internacional comenta que en materia de paridades cambiarias se observa que el dólar ha tendido a apreciarse durante las últimas semanas y que el tipo de cambio dólar multilateral ha mostrado esta apreciación. En el caso de monedas emergentes tiende a depreciarse, lo mismo que el yen y el euro.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux comenta que este hecho es bastante significativo, en el sentido de que si se está viendo que el dólar norteamericano finalmente está topando fondo y se está produciendo un vuelco, e incluso hay lecturas de que podría haber un esfuerzo en conjunto de bancos centrales para tratar de apreciar el dólar, ello tendría consecuencias de primer orden para la inflación importada y para los precios de los *commodities*, entre otros.

El Gerente señor Lehmann agrega que para tener una idea más cabal al respecto, se cuenta con el resumen de los movimientos del último mes, donde se observa que el peso chileno es el que más se deprecia, casi 8%. Indica que predominan, en línea con lo que se ha observado, las depreciaciones de monedas, pero que algunas tienden a apreciarse, particularmente el *shequel* israelí y la moneda sudafricana, la cual de todas maneras alcanzó una depreciación muy importante.

hp



El Consejero señor Manuel Marfán consulta sobre la variación acumulada del tipo de cambio desde el 19 de julio, con el objeto de comparar Chile, Israel y otros países; saber cuál es el efecto y cómo es el récord acumulado, ya que lo que existe es un indicador de volatilidad. El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán De Ramón comenta sobre el particular, que en julio el tipo de cambio al cierre era de \$ 522, y que aún se está \$ 50 abajo, lo que corresponde al 10%.

El Gerente señor Lehmann indica que en términos de volatilidades se observa una caída, lo que ocurre para América Latina, países emergentes y desarrollados. En el caso particular de América Latina hay un salto que corresponde a un asunto de estadística asociada a la fuerte alza que tuvo la bolsa brasileña tras el *upgrade* en términos de clasificación de riesgo, pero señala que en general la tendencia es a una menor volatilidad. Por otra parte, las bolsas han aumentado, los *spreads* se han reducido y han tendido a caer; de igual modo ha ocurrido con el *spread* de las economías emergentes, el *EMBIGlobal* cae y las bolsas tienden a aumentar, en línea con esta mayor disposición a tomar riesgo por parte de los inversionistas. Comenta que un dato también relevante es que en las economías emergentes los capitales han tendido a retornar durante el último mes, también en línea con esta búsqueda de mayor retorno, mientras que por el lado de los *commodities* se observa que han predominado las alzas. Menciona que energía, alimentos y metales han subido, en tanto granos y cereales han tendido a caer, fundamentalmente impactados o afectados por la caída en el precio del trigo. Por su parte, gasolina y petróleo suben en torno a 10% durante el último mes. En cuanto al arroz, que en algún momento tuvo un aumento importante durante el último mes, tendió a revertir de acuerdo a informaciones de los mercados. El precio del cobre se mantiene elevado, cerca de US\$ 4 la libra, mostrando una relativa estabilidad.

El Consejero señor Sebastián Claro menciona que esta tendencia inflacionaria en Europa, Estados Unidos de América y otros países, tiene que ver fundamentalmente con alimentos, lo que indica que poseen proyecciones de alimentos crecientes y que estos datos no sugieren que se esté en presencia, por lo menos el último mes, de un *boom* de precios de alimentos, pero sí del petróleo, el cual ha seguido imparable. Asimismo, el señor Consejero consulta de qué forma calza lo anterior con la historia de mayores precios de los alimentos.

El Presidente señor José De Gregorio comenta sobre este último tema que esto podría deberse a que aparentemente en Europa, Estados Unidos de América y en otros países el traspaso ha tenido mayor rezago, lo que sería coherente con el tema de la frecuencia cambio/precio, que en Europa es bastante menor que la que existe en Chile. Comenta que es probable que en dichas zonas este tipo de situaciones ocurra con un poco más de rezago, en tanto, en el grueso de los países en desarrollo se están realizando infinidad de cosas para evitar los aumentos de precios.

El Gerente de División Estudios, señor Pablo García comenta que el Banco va a tener información más detallada de esta materia porque se está a punto de obtener una base de datos bien precisa, respecto a las canastas de consumo en un conjunto de países. Por lo tanto, con esta base se podrá comparar la evolución de precios de alimentos en forma detallada, con la evolución internacional, y eso justamente permitirá validar o no la hipótesis de que en Chile se produjo un traspaso más rápido que en el resto del mundo.



El Presidente señor De Gregorio señala que otro aspecto que hay que tener presente y que el Economista señor Tomás Flores ha resaltado en estos días, es que no nos encontramos en el *peak* de alimentos, sino en el *peak* del petróleo. Agrega que el *peak* de alimentos fue el año 1980, y comenta que la posibilidad de que este fenómeno pare, si se compara con patrones históricos, podría extenderse todavía un largo camino.

El Consejero señor Manuel Marfán expresa que tiene la impresión que el traspaso de precios internacionales a precios locales depende mucho del régimen de política interna de los países, ya que se trata de un fenómeno endógeno. Señala que no se debería esperar una regularidad en el tiempo porque la mayoría de los países desarrollados cuenta con poderes compradores internos como parte de sus políticas públicas, lo que presenta costos y beneficios de los cuales hacen todo un balance y eso cambia en el tiempo, pero no puede sostener sistemáticamente un diferencial sostenido respecto de los precios internacionales. En consecuencia, comenta el señor Consejero que a lo mejor también hay una presión para un cambio en la política pública interna que puede modificar bruscamente el coeficiente de traspaso. Indica que no es un coeficiente de comportamiento sino que, a su juicio, tiene mucho más que ver con un coeficiente de política interna de bienes agrícolas, que se sabe que es muy intervencionista en la mayoría de las economías desarrolladas. Agrega que en Canadá y Estados Unidos de América es enorme porque ellos son grandes partícipes en el mercado internacional del trigo y los precios internos no tienen relevancia, ya que inscribieron oportunamente en la OMC esas distorsiones y tienen un arancel consolidado en esos productos de cerca de 400%. Entonces, cuando negocian con un grupo determinado, ofrecen bajar dicho arancel a 350%. Comenta que, para efectos prácticos, en Chile se hizo un gran alboroto con las bandas de precio del trigo porque el arancel consolidado bajó de 32,5% a 27,5% entonces explica que el grado de libertad que ellos tienen para hacer intervención sin que se les genere problemas en la OMC es enorme y lo hacen porque tienen mucho poder en la zona agrícola, por el tema de la seguridad alimentaria y, en definitiva, esos son los países que predominan.

El Consejero señor Sebastián Claro menciona que hay dos temas interesantes. Uno, es que muchas de esas políticas les permiten a esos países mantener los precios internos relativamente bajos, a cambio de elevar mucho más los precios internacionales. En el caso de Argentina esta situación resulta clara. En segundo lugar, indica que en términos de equilibrio general, hay un aspecto que no le calza y es que en Chile el argumento parte de la base que la respuesta de oferta de los bienes agrícolas es más rápida que el caso del petróleo y del trigo. Señala que si efectivamente lo que está detrás de este aumento de precios es la demanda mundial generalizada de una actividad que no necesariamente se va a disminuir, las hectáreas que van a destinarse a la producción de trigo tienen que salir de alguna parte, salvo que se produzca un aumento de productividad gigantesco, lo que resulta difícil de pensar en el corto plazo, y no es tan claro que eso signifique una baja generalizada en el precio, no necesariamente hay espacio para que la oferta responda fuertemente.

El Consejero señor Manuel Marfán comenta que la gran novedad la ha constituido la incursión de China e India como grandes demandantes internacionales de este tipo de productos, y eso es creciente, también algo de biocombustible. Tiene la impresión que también hay un componente muy relevante en la evolución de los precios de cobertura financiera, o sea, de países que se dan cuenta que los precios de los *commodities* están con correlaciones negativas respecto de cómo tienen los otros riesgos, y por lo tanto, se trasladan a éstos y tienden a inflarlos. Indica que eso no puede ser permanente, en algún momento no converge, y en algún momento tiene que deshacerse.





El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux menciona que en la década de los años 70 se vivió un fenómeno muy parecido a éste. Comenta que en esa oportunidad, subieron los precios del petróleo, los de los alimentos, y al cabo de algunos años cayeron nuevamente al punto de partida, como consecuencia de la respuesta de la oferta, la que tomó algún tiempo. Indica que se descubrió petróleo en el Mar del Norte, y por el lado de los alimentos aumentó la producción agrícola, por lo tanto, los precios volvieron al punto de partida. Comenta que probablemente esta vez, en el caso del petróleo, no va a existir otro descubrimiento como el del Mar del Norte, por lo que los precios se van a mantener altos, pero en el caso de los alimentos, cree que hay mucho espacio para que se produzca una respuesta de oferta. Señala además que lo que comenta el Consejero Sebastián Claro es efectivo, porque los países que disponen de tierra reprimen el precio de sus productos y se producen menos incentivos. Entonces, se crea toda una distorsión, pero en el mediano plazo se ve que estos fenómenos dan origen a una reacción de la oferta.

La Ministra de Hacienda Subrogante, señor María Olivia Recart comenta que le parece que el análisis efectuado es correcto y por su parte también opina que la oferta reacciona. Señala que en Chile este fenómeno se ha visto en los últimos dos años, no en el tema del trigo, sino en el lupino, que es un grano de gran contenido proteico, cuyas proteínas se usan para fabricar alimento para salmones, en reemplazo de la proteína que se obtiene de la harina de pescado cuyo precio ha subido demasiado, y de los aceites de pescado, que estaban escasos en el mercado y también con precios altos, encareciendo por lo tanto el alimento para los salmones.

Indica la señora Ministra de Hacienda Subrogante que en el año 2004 se cultivaban en Chile 700 hectáreas de lupino y a partir de la cadena de contratos que se efectuaron entre proveedores y precios establecidos por un período y de un sistema financiero, hoy existen 15 mil hectáreas de dicho producto sembradas en el sur, en la zona de Temuco. Expresa en primer lugar, que si bien hay restricciones de oferta, éstas son temporales y se ajustan. En segundo lugar, señala que en el tema de la productividad, los cultivos que están sembrados son celulosa, maíz, arroz, y probablemente hay poco espacio de productividad en esos granos, pero lo que pasa o puede pasar es que se incorpore con más fuerza el cultivo transgénico, que países que hoy que no cultivan transgénicos comiencen a hacerlo, con una escala de 1 a 10 en rendimiento por hectárea. Como tercer punto, indica que también está el tema del aumento de superficies cultivadas con productos de reemplazo. Agrega que actualmente en Chile hay gente que podría estar pensando en recuperar tierras por el conflicto mapuche. Hay gente que está pensando en vender lo que tiene a tala rasa para recuperar tierras que eran agrícolas trigueras, pensando que lo planteado es un *boom* de un período más largo y sostenido. Comenta además que el tema del traspaso de los precios es más difícil porque Chile es comprador de granos y en el tema de la compra se tiende a exceder los límites, lo que produce un período de rezago de transferencia de precios un poco más largo de lo que se podría desear, porque los *stocks* están altos.

El señor Vicepresidente señala que respecto a una observación que planteara anteriormente el Consejero Manuel Marfán, hay un aspecto que no mencionó y que se refiere a que la demanda por *commodities*, que tiene origen financiero, no es tan volátil como parece, ya que tras ella hay un fuerte componente de fondos de inversión de países que tienen que proveerse de estos insumos, como es el caso de China. En consecuencia, esta situación no constituye una demanda transitoria necesariamente, sino una demanda a término, y por lo tanto, hay en ella menos volatilidad de la que se piensa.



El Gerente señor Sergio Lehman informa finalmente que el precio del cobre se ha mantenido relativamente estable, los inventarios siguen a nivel históricamente bajos, el precio del petróleo y gasolina ha tendido a aumentar, no obstante la apreciación del dólar. Informa también que respecto a granos se observa una caída importante en el precio del trigo, el del maíz está relativamente estable y el del arroz tuvo un aumento muy importante durante las primeras semanas del mes y, posteriormente tendió a revertirse.

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

El Gerente de Análisis Macroeconómico Interino ya mencionado señala que en el mes de abril, la inflación anual del IPC llegó a 8,3%, mostrando un nuevo aumento de los precios de los alimentos perecibles y no perecibles, junto con una menor inflación de los combustibles, en gran parte explicada por las modificaciones a los impuestos asociados a ese producto. Agrega que en el mes de abril la inflación anual comenzó a descender, iniciando su proceso de convergencia a la meta proyectada.

Indica el expositor que el escenario inflacionario interno está en parte, determinado por la evaluación del nivel de la brecha de capacidad. Menciona que en el primer trimestre, la actividad acentuó la debilidad que mostró en la segunda parte del año 2007. Asimismo, señala que como ha sido la tónica de los últimos trimestres, ello se debió en gran parte al impacto negativo de los mayores costos de la energía en el valor agregado de la producción. Expresa que al efecto directo del sector de generación eléctrica, se agrega también el impacto en los costos de las empresas usuarias de energía, en especial en la debilidad de la actividad de un sector de la industria, y en el ingreso disponible de los hogares. Comenta que se estima que el mayor costo de la energía ha tenido un efecto negativo en la productividad media de la economía, lo que habría reducido transitoriamente el nivel de producto tendencial respecto de lo antes estimado. Señala además, que en línea con el menor dinamismo que muestra el consumo, en los últimos meses se ha comenzado a observar un menor crecimiento de los sectores económicos más ligados a su evolución. De este modo, señala el señor Soto que en el escenario más probable la economía crecerá este año menos que en 2007 y menos que lo previsto en el mes de enero, disminuyendo las presiones inflacionarias derivadas del nivel de la brecha de capacidad. El señor Gerente de Análisis Macroeconómico Interino hace presente que existen riesgos respecto de esta evaluación y que no puede descartarse que los efectos del mayor costo de la energía sean superiores a los estimados, impactando con mayor fuerza en el dinamismo de la industria. Tampoco se estima que las condiciones hidrológicas sean muy distintas de las supuestas, ya sea mejorando o agudizando el escenario de costos y abastecimiento energético considerado en el horizonte de proyección. Por su parte, señala que las implicancias de estos escenarios sobre la inflación y la política monetaria deben evaluarse en su oportunidad.

El señor Gerente de Análisis Macroeconómico Interino señala que los riesgos del escenario de crecimiento también se relacionan muy de cerca con las dudas relativas al impulso proveniente de la economía mundial. Las noticias de los últimos meses han acercado el escenario externo relevante hacia un panorama de debilidad que en enero se presumía entre los escenarios alternativos más negativos. Agrega que a pesar de la información coyuntural, la economía de Estados Unidos de América se ha desacelerado y se estima que su recuperación será más lenta que la prevista en enero. Indica que aunque la provisión extraordinaria de liquidez y otras medidas tomadas en los principales bancos centrales ha acotado la probabilidad



de crisis mayores en entidades sistémicamente relevantes, la incertidumbre y los riesgos aún persisten, y las condiciones crediticias se han estrechado. Por su parte, comenta que las economías emergentes, que hasta ahora parecen algo menos afectadas por los alcances financieros de esta crisis, también han comenzado a ver afectadas sus proyecciones de crecimiento y a esto se agregan las alzas generalizadas de los alimentos que se observan en varios países y sus efectos en la inflación.

Indica, además, que a partir del cuarto trimestre de 2007, el peso se apreció tanto en términos nominales como reales. La apreciación de la moneda ha sido un fenómeno común en la mayoría de las economías emergentes, motivado por la debilidad del dólar estadounidense a nivel global y, en parte, permite enfrentar las mayores presiones inflacionarias que se registran en el mundo. Esta depreciación del dólar se relaciona también con los enormes desbalances globales observados en el mundo por varios años y que habitualmente constituían una de las fuentes de riesgo considerados por el Consejo del Banco Central de Chile en su evaluación del curso del escenario macroeconómico de los próximos dos años. En este contexto, la pérdida de valor del dólar es una respuesta esperada, e incluso saludable, al considerarse el déficit de cuenta corriente de Estados Unidos de América.

Comenta que más allá de lo anterior, el Índice de Precios Externos en dólares relevante para la economía chilena ha crecido de tasas anuales del orden de 8% promedio en el 2007, a algo más de 15% anual en el primer trimestre del 2008. En el escenario base, se estima que aumentará algo más de 12% este año, variación que se preveía del orden de 7% en enero. Esto ha llevado a que la apreciación real del peso equivalga a cerca de la mitad de la apreciación nominal, *vis à vis* el dólar. Por otra parte, las implicancias desinflationarias de esta apreciación real dependen en forma decisiva de su persistencia. Por un lado, la evolución más probable de las tasas de interés en el mundo, en el caso que la inflación mundial se acelere y el ciclo de crecimiento y tasas de interés de Estados Unidos de América se normalice rápido, harán que el efecto desinflationario sea acotado. Señala que lo contrario puede ocurrir si la situación de debilidad global se profundiza y se reducen las presiones desinflationarias a nivel global.

El Gerente de Análisis Macroeconómico Interino destaca, en el mismo ámbito de las presiones inflacionarias importadas, que el nuevo incremento de los precios externos de algunos alimentos, en especial cereales, aumenta los riesgos por la incidencia de estas alzas en la inflación interna. Menciona que el escenario base de proyección considera que, en el corto plazo, estos precios no volverán a mostrar alzas significativas en el mercado interno, situación que se mantendrá por los próximos dos años. Incluso, se estima que en términos relativos su nivel disminuirá respecto de la inflación total. Los riesgos al respecto son variados. Por un lado, ante un escenario global más debilitado, no puede descartarse una reducción significativa de los precios de los alimentos, que lleve a una caída más rápida de la inflación interna. Por otro lado, es posible que estas recientes alzas externas e internas sean el reflejo de un nuevo *shock* de oferta y terminen provocando un incremento de la inflación de los alimentos perecibles y no perecibles comparable al de 2007. Asimismo, señala que se debe considerar que las alzas de los precios internacionales han aumentado la inflación efectiva y la preocupación por ella a nivel global, y que la política monetaria y/o las perspectivas sobre ella también a nivel mundial se han vuelto menos expansivas, dado el riesgo que imponen en las presiones inflacionarias de cada país.

Hace presente el señor Gerente, que la información conocida hasta ahora parece indicar que la propagación de la alta inflación pasada sobre el resto de los precios de la economía ha sido menor que la prevista en enero. Por su parte, señala que los salarios nominales crecen a tasas anuales entre 6,5 y 8%, según la medición que se considere con tasas que son coherentes con las cláusulas de indexación habituales. Asimismo, los costos



laborales unitarios aumentan a tasas mayores que a comienzos de año, influidos, en gran medida, por un descenso de la productividad del trabajo dada la dinámica particular del empleo asalariado y la actividad.

Menciona también el expositor que los precios del IPC mayormente ligados a la inflación pasada, en especial los servicios de educación, han mostrado reajustes menores que los que podrían esperarse de su evolución histórica. Por otro lado, el escenario base de proyección prevé que la propagación de la alta inflación será similar a la que podría anticiparse de la revisión de sus patrones habituales. Agrega el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto que los riesgos siguen siendo muy altos, sin que puedan descartarse escenarios en una dirección u otra.

El Gerente de Análisis Macroeconómico Interino indica que el escenario base de proyección considera que la inflación anual del IPC comenzará, a partir de sus niveles actuales, a converger paulatinamente hacia el rango de tolerancia de la meta de inflación. En el escenario más probable, la inflación anual del IPC se ubicará dentro del rango de tolerancia, en el curso del segundo trimestre del 2009 y seguirá descendiendo hasta alcanzar el 3% en el transcurso de ese año y se mantendrá fluctuando en torno a ese nivel hasta fines del horizonte de proyección, que en esta ocasión es el segundo trimestre de 2010. La inflación IPCX1 tendrá una trayectoria similar en lo que resta de este año y la primera mitad del próximo. Señala que su convergencia definitiva hacia 3% será, no obstante, más lenta que en el caso del IPC, esperándose que retorne a ese valor hacia fines del horizonte de proyección.

Señala el señor Soto que los diversos *shocks* no anticipados que sufrió la inflación desde el segundo semestre de 2007, junto con la incertidumbre sobre los registros mensuales esperados en los meses venideros, han afectado las primas por riesgo inflacionario, implícitas en la valoración de activos financieros. Indica que dada la dificultad para aislar dichas primas, eso ha hecho que la lectura de la compensación inflacionaria, a partir de los contratos *swap*, sea compleja. A pesar de que han experimentado aumentos significativos en lo que va corrido de 2008 y que a distintos plazos se encuentran en niveles desviados de la meta, la evaluación del Consejo, apoyado en otras medidas, es que estas expectativas siguen siendo coherentes con la convergencia de la inflación a 3% en el horizonte de dos años, como lo muestran, por ejemplo, las compensaciones inflacionarias que se obtienen a partir de los bonos y la Encuesta de Expectativas Económicas.

Con todo, menciona que es necesario recordar que una parte fundamental del esquema de metas de inflación es la credibilidad pública del compromiso de la autoridad monetaria con su objetivo. Señala que bajo ciertas circunstancias, es posible que las expectativas privadas en distintos horizontes difieran sistemáticamente de la meta de inflación. Agrega que si tales discrepancias son persistentes y acentuadas en horizontes extensos, podrían ser un síntoma de pérdida de credibilidad del ancla nominal.

Al respecto, estima el señor Gerente que también es necesario puntualizar que existen varias razones por las que el Banco Central de Chile orienta sus políticas hacia el logro de un objetivo de mediano plazo de inflación y no hacia uno de más corto plazo. La primera de esas razones, es por los rezagos con que los cambios en su política monetaria provocan efectos en el nivel de actividad y en los precios. A esto se agrega que la evidencia empírica señala que se requieren de dos a cinco trimestres para que en Chile la respuesta a un cambio en la política monetaria logre su efecto más intenso sobre la demanda y la producción, y de cuatro a ocho trimestres para que este cambio tenga su máximo efecto sobre la inflación. En segundo término, indica que otro argumento lo constituiría la desventaja de imprimir una alta volatilidad a las tasas de interés, la actividad, el empleo y otras variables, que se produciría en caso de tener un horizonte de más corto plazo. Por último, menciona que existen movimientos

~ 4



pasajeros en algunos precios del IPC que no deberían ser objeto de neutralización por parte de la política monetaria.

El Presidente, señor José De Gregorio, ofrece la palabra para comentarios.

En relación a la producción de metanol, el Vicepresidente señor Jorge Desormeaux consulta si aún se presenta en dicha industria una caída de la producción en doce meses. El Gerente señor Claudio Soto señala que ese producto está dentro de las ramas industriales, que efectivamente está afectando de manera negativa y se estima que continuará así hasta mediados de este año.

En relación a lo señalado por el Gerente de Análisis Macroeconómico Interino, respecto de las holguras del mercado laboral que se mantendrían inalteradas, el Consejero señor Enrique Marshall comenta que resulta difícil conciliar el comportamiento del mercado laboral con el de la actividad, ya que en dicho mercado no se advierte una desaceleración en la tasa de crecimiento del empleo o es más bien baja. Agrega que, en cambio, la actividad siempre está más marcada, lo que puede tener como explicación alguna relación con la subcontratación. Por otra parte, señala que también existe un tema en el sentido que los sectores se están desacelerando. Indica que en cuanto a actividad se trata de sectores de recursos naturales que utilizan menor mano de obra, a diferencia de lo que sucede con la construcción, en que este factor es muy fuerte. Asimismo, comenta que los servicios también aparecen sólidos y quizás exista un tema de composición sectorial que al parecer produce que sea compatible. En su opinión, estima que se encuentra más destacada esta relación de actividad con una tendencia en materia de empleo algo estable.

En relación al mismo tema, el Consejero señor Manuel Marfán, señala que en el gráfico que se exhibe se muestra una serie suficientemente larga de empleo asalariado versus cuenta propia, como para saber si la productividad total de los factores se encuentra correlacionada con la productividad de los asalariados, vis a vis la de los cuenta propia, ya que se está asignando los costos laborales unitarios exclusivamente al empleo asalariado y se está suponiendo que solamente ese empleo tiene productividad y que el otro, por cuenta propia, no la tiene. Agrega, el Consejero señor Marfán que por la ausencia de información suficiente, le parece plausible dicho supuesto, pero insiste que se cuenta con una serie suficientemente larga para saber si es verdadero o no.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García indica que quiere puntualizar dos temas. El primero de ellos, respecto a lo que mencionaba el Consejero señor Marshall, a lo cual puede señalar que de acuerdo a las conversaciones que ha sostenido con empresarios de la Sociedad de Fomento Fabril, ha podido percibir que su apreciación es que justamente esos sectores son los que se están viendo más afectados dentro de la industria, porque se trata de sectores muy intensivos en capital y energía, mientras que otros, por ejemplo, en los rubros de alimentos y bebidas, han tenido un comportamiento relativamente favorable. Agrega, que en éstos últimos los problemas no han sido demasiado importantes, porque son mucho más intensivos en mano de obra, ya que existe un asunto de composición que explica que a pesar que la industria está bastante débil, el empleo industrial sigue subiendo. Otro aspecto que quiere resaltar es el de la subcontratación, que también se menciona como un factor que podría estar influyendo.



En cuanto al comentario del Consejero señor Manuel Marfán indica el señor García, que la Gerencia de División Estudios ha calculado los costos laborales unitarios, sin considerar los que se desempeñan por cuenta propia, para poder identificar las presiones salariales. Agrega, que en algún momento se efectuó una evaluación en el sentido de si se producía alguna diferencia en la curva *Phillips* y se llegó a la conclusión que la respuesta era negativa, porque en último término resulta suficientemente importante la incertidumbre en las especificaciones y en los errores que presenta el modelo y, en consecuencia, es indiferente cuál variable se agregue. Por lo tanto, señala el señor Gerente de División Estudios, la decisión de poner costos laborales unitarios basados en asalariados y no como tal, es una decisión estructural respecto a dónde se estima que se deberían poner las presiones inflacionarias, más que por una evidencia empírica. Comenta finalmente, que este ejercicio corresponde a una decisión que se adoptó hace tres años y no se ha modificado. En su opinión, no se trata de un asunto de datos, ya que éstos no señalan que una medida u otra sea mejor.

El Consejero señor Manuel Marfán comenta que a su entender en los últimos tres años, observando el mismo gráfico, la tasa de crecimiento de los asalariados es sistemáticamente superior a los cuenta propia. Indica el señor Consejero que a lo mejor hasta hace tres años no significaba una mayor diferencia, sin embargo, tiene la impresión que se podría afectar gravemente el diagnóstico si es que en algún momento se comenzaran a observar salarios que están desalineados con los costos laborales unitarios y que, finalmente, pudiera tratarse de un problema estadístico y que en consecuencia, no corresponda realmente a un problema de buen diagnóstico. Le parece que en consideración a que este problema se ha mantenido durante bastante tiempo, sería conveniente conocer si existe algún sesgo o no en esta información.

El Consejero señor Manuel Marfán comenta además que sabe perfectamente que los indicadores de salarios se refieren a los asalariados. Que esos índices tienen su propia agenda como, por ejemplo, incluir los salarios agrícolas. Señala que lo que está planteando no se refiere a los indicadores de salarios, sino que el indicador de productividad utilizado para calcular los costos laborales unitarios, está suponiendo que la productividad de los trabajadores por cuenta propia no es relevante y lo que él pretende con su comentario es representar que este supuesto resulta algo extremo cuando ya han transcurrido varios trimestres consecutivos en que los trabajadores por cuenta propia no crecen, y que los asalariados están creciendo a tasas muy altas, porque evidentemente hay una migración de cuenta propia al sector asalariados y esa migración aumenta la productividad del migrante desde cero a la productividad que tienen los asalariados, y eso es lo que se está suponiendo en este ejercicio, lo que como ha reiterado, le parece algo extremo y puede llevar en el acumulado a un error de diagnóstico, respecto de la realidad de los costos laborales unitarios.

Respecto al informe que presenta el Gerente de Análisis Macroeconómico Interino en cuanto a las medidas de tendencia inflacionaria, el Consejero señor Manuel Marfán comenta que se debería esperar que, cuando existe un *shock* de oferta en el componente inestable habitual del IPC, se produzca cierta propagación hacia el resto, incluso el Banco cuenta con alguna estimación histórica de esta propagación. Indica que la inflación subyacente, en cualquiera de las medidas que se tenga, debería acelerarse con algún rezago y no necesariamente debería interpretarse esa situación como una tendencia inflacionaria, porque si se trata de un *shock* que ya sucedió, probablemente se está en un momento en que el IPC va a ubicarse debajo de la inflación y estará anticipando que la inflación subyacente va a atenuarse. Señala el Consejero señor Marfán que desconoce cuál sería la mejor manera de realizarlo estadísticamente para poder contar con alguna medida, o que a lo mejor, eso es lo que se está

- 40



realizando cuando se proyectan los modelos del Banco. Asimismo, señala también que estos indicadores de tendencia inflacionaria no necesariamente miden que la inflación de tendencia esté en una línea ascendente, que debiera preocupar porque podría continuar.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García señala que esta situación se observaba habitualmente cuando se advertían distintas definiciones de inflación subyacente, y cree que al final no existe una definición que sea distinta a cómo se construye el Índice referido, que es bastante neutro y que se le llama de tendencia, exclusivamente para darle un nombre, ya que no quiere decir que no pueda subir o que bajará con posterioridad, o si se está orientando en una magnitud distinta a la esperada.

El Consejero señor Sebastián Claro, sobre la misma materia, expresa que este indicador significa una tendencia permanente, ya que existe una tendencia natural a subir y después a bajar.

Respecto a la información entregada por el Gerente de Análisis Macroeconómico Interino, en cuanto a las condiciones en los mercados crediticios y en general a la percepción en la demanda por crédito obtenidas de las encuestas que se efectúan a las empresas bancarias, en el sentido que existe una debilidad en la demanda de créditos y que las condiciones de oferta de éstos se perciben bastante más restrictivas, el Consejero señor Enrique Marshall comenta que sopesando los pro y los contra, se trata de una buena noticia, ya que se espera algún ajuste en esa materia.

El Presidente señor José De Gregorio, sobre el mismo tema, menciona que esta información dice relación con la percepción de cuán ajustada está la política monetaria, porque un 6,25% en estas condiciones crediticias es muy distinto a un 6,25% con las condiciones crediticias que había en el año 2007. Estima que en la actualidad, las condiciones crediticias pueden ser, tal vez, el resultado de la tasa actual, pero esta situación, además de lo que está sucediendo con los títulos, también representa condiciones crediticias más restrictivas.

El Consejero señor Enrique Marshall reitera que otro aspecto que necesariamente es una mala noticia, es la desaceleración del consumo, que podría hacer pensar que esto da cuenta que se trata de una economía que requiere más estímulo.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que en teoría, la tasa de interés que afecta la demanda agregada está vinculada a condiciones crediticias más que de política monetaria. Indica que si se mantiene constante la Tasa de Política Monetaria, pero las condiciones crediticias siguen presentándose más restrictivas, se produce una instancia que sería neutral.

El Consejero señor Enrique Marshall comenta que el cambio más importante que se aprecia está referido a la percepción de riesgo en el segmento de las empresas, porque hasta ahora se ha visto una desaceleración en el consumo y quizá los bancos no tenían una percepción de riesgos por el lado de las empresas y que ahora comienza a presentarse, lo que tiene que ver con el sistema cambiario, con la desaceleración de la actividad, y con efectos



derivados de la crisis *subprime*. Agrega que esta percepción de mayor riesgo se advierte no solamente en el segmento de personas, sino que también en el de empresas.

El Consejero señor Sebastián Claro se pregunta si no se trata de una medida relativa y no absoluta. Indica que plantea esta consulta porque se podría tratar de analizar con volúmenes de créditos y tasa de créditos, específicamente, en el caso de créditos hipotecarios, puesto que éstos siguen creciendo fuertemente y las tasas no se encuentran demasiado altas. En consecuencia, la pregunta que estima necesario efectuar es cómo resultan compatibles estos estándares más duros con volúmenes de créditos que siguen creciendo fuertemente y con tasas no tan elevadas.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que le parece interesante el comentario del Consejero señor Claro y que, en su opinión, una explicación que podría ponerse en la discusión es que los bancos se encuentran muy comprometidos con el sector inmobiliario, ya que están financiando muchos proyectos y, por tanto, no pueden interrumpir ese proceso económico, puesto que para que las empresas puedan retirarse de esos proyectos necesitan vender y demorarán un tiempo para que el otorgamiento de los créditos hipotecarios se paralice. En consecuencia, expresa el Consejero señor Marshall que si los bancos paralizan los mencionados créditos, sus riesgos inmobiliarios aumentan, ya que no podrán vender los departamentos y casas que están proyectando.

La Ministra de Hacienda Subrogante señora María Olivia Recart comenta que esta situación tiene que ver también con los plazos, puesto que los créditos hipotecarios son largos y los créditos de consumo que obtienen las Pymes son más bien de corto plazo, por lo cual son de mayor riesgo.

El Gerente de Análisis Macroeconómico Interino señor Claudio Soto comenta que otro aspecto que se observa como una primera aproximación, es que se trata de condiciones de oferta que de alguna manera resultan de combinaciones de demanda y oferta. Otra explicación que podría darse, es que por algún motivo los hogares están demandando más préstamos hipotecarios porque están anticipando un aumento de tasas. Estima que se trata de un asunto que debe observarse.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García indica que respecto a tasas, lo que se ha observado es que las de las letras hipotecarias han caído, como han caído los BCU en este período, pero algo menos, entonces el *spread* siguió aumentando.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que si las condiciones crediticias más duras se manifiestan, por ejemplo con un *flight to safety*, que los bancos prefieren prestarle a sus clientes más seguros y empiezan a no considerar los segmentos más riesgosos, se podría presentar el fenómeno que ya sucedió en el año 1998, pero también debe considerarse que existe un problema por un aumento de tasas.

El Gerente de Análisis Macroeconómico Interino comenta que las expectativas de crecimiento para este año en la última encuesta se corrigen a la baja y la expectativa es de un crecimiento de un 4% para 2008. Agrega, por otra parte, que las expectativas de inflación

2





aumentaron respecto a la última encuesta. Indica que las expectativas de inflación a diciembre están en 4,7% en la última encuesta y, en general, las distintas medidas de expectativas de inflación presentan movimientos mixtos. Señala que, por una parte, algunas medidas de compensación inflacionaria aumentaron levemente desde la última Reunión de Política Monetaria, pero las compensaciones 3 en 2 cayeron, y las de 5 en 5 aumentaron, y se presentan con una tendencia relativamente estable.

El Presidente señor José De Gregorio menciona que un argumento que se entregó hace dos meses, cuando estaban las tres medidas igualmente en 4%, consistió en que esa situación no era una muestra fehaciente de que todo se desancla en la misma proporción. Agrega el señor Presidente que, en consecuencia, no se estaría hablando de expectativas. Menciona que sí se observa algo más parecido a lo que uno creía esperar, esto es, que las de menor plazo deberían estar más alejadas de la meta.

Con respecto al gráfico sobre Encuesta de Expectativas de Tasas de Política Monetaria, consulta el Consejero señor Sebastián Claro si la separación entre precio de activo financiero y las expectativas de tasas de política monetaria es común que tengan tendencias tan diferentes. Lo anterior, en razón a que le asisten dudas respecto de cuál sería el efecto, porque la apuesta, tanto financiera como la pregunta que se formula en la citada encuesta se refiere a qué cree el encuestado que va hacer el Banco y no necesariamente, qué piensa que debería hacer. Otra pregunta que quiere formular, es cuál sería el efecto si se realizaran ambas preguntas.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García señala que la primera pregunta es la más fácil, ya que dichas diferencias se han observado históricamente desde que se empezó a analizar la curva corta y se observaron diferencias entre lo que reportaban analistas y lo que se deducía de la *forward* construida en diversas formas. Estima el señor Gerente que de hecho esta diferencia que se observa ahora no es mucho mayor de la que se ha visto históricamente, a lo más 50 puntos en un horizonte de dos años. Indica que a un horizonte más corto es bastante pequeño. Menciona que lo que se discutió en su momento, es que podrían existir ciertos riesgos que hacen que los títulos en pesos no tengan este horizonte, tengan implícito riesgos y, por lo tanto, reflejan no solamente el escenario base, sino también toda la inversión, los precios en que pueden hacer esta inversión en torno a esa respuesta y por lo tanto, resulta natural que la tasa sea mayor que la de la respuesta a la Encuesta. Agrega que la Encuesta es modal, mientras que la tasa refleja toda la distribución de eventos posibles, y no solo tienen que ver con riesgo de inflación, sino que también con riesgo de tasas.

El Consejero señor Claro señala, en cuanto al comentario del Gerente de División Estudios, que la tasa refleja el precio marginal. El señor García precisa que efectivamente es marginal a la evaluación de hoy día, pero no lo es respecto a cuál será la tasa promedio a futuro.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que coincide en alguna medida con el Consejero señor Claro, en el sentido que el gráfico de Expectativas de Tasas de Política Monetaria de algún modo lo sorprende. Agrega que se observan algunos cuadros que muestran más estabilidad, en que aparece una divergencia mayor y una divergencia hacia el futuro, de lo cual no se concluye con claridad cuáles son las expectativas del mercado.



El Consejero señor Manuel Marfán indica que entiende que los operadores de mesa cuando hacen transacciones y van fijando los precios de mercado, tratan de apuntar a lo que será la tasa y no lo que ellos creen que ocurrirá. En este sentido, esas curvas estadísticas son comparables entre sí, ya que no están midiendo algo distinto. Por otra parte, el Consejero señor Marfán señala que le llama la atención la brecha que produce y no entiende por qué cuando se observa la compensación inflacionaria se tiende a decir que lo que sucede es que existen muchas primas de riesgo y por lo tanto, no hay que creerle demasiado a las compensaciones inflacionarias o que éstas tienen muchas interpretaciones complejas. Agrega que en cambio, cuando se lee la *forward* se considera, y eso significa que entonces toda la distorsión está en la curva en UF que se construye a partir de la curva nominal. Comenta que, en su opinión, esto no es así y tiende a pensar que si hay que optar por alguna, a lo mejor un promedio, no resulta una opción de una u otra, e igualmente sucede respecto de las encuestas de expectativas que el Banco realiza a dos años plazo.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux señala que si se compara la Encuesta de abril con la de mayo, se observan muchas noticias en el plano inflacionario y por lo tanto, le parece que lo que sucede es una reacción a la mala cifra del IMACEC, o sea, lo que se muestra en estas cifras es que algunos analistas son muy miopes y en el fondo, suponen que el Banco Central de Chile va a reaccionar frente a la evolución de la actividad real.

El Consejero señor Manuel Marfán comenta que la forma como se lee el gráfico de Expectativas de Política Monetaria va a cambiar con el tiempo, porque la coyuntura no es siempre la misma. Agrega que los datos se pueden interpretar de cualquier manera cuando no se tiene información sobre la coyuntura, pero sí se tiene la sensación que la diferencia entre las tasas nominales y las tasas reales es demasiado ancha como para contar con expectativas de inflación como las que han existido históricamente. En consecuencia, señala que agregaría que hoy en día existe la sensación de que hay un cierto sesgo que no se puede probar a priori, en cuanto a que la curva está más alta de lo que se encontraría en condiciones normales, porque existe una prima por liquidez inmediata y sirve para el largo plazo. Agrega el señor Consejero, que este es el diagnóstico que se tiene y bajo esa circunstancia no se puede efectuar cualquier lectura a la curva. Por otro lado, señala que otra forma de leer esta información es estimar que los analistas piensan que el Banco Central de Chile ahora tiene metas cambiarias y que por lo tanto, lo que le importa al Banco es el tipo de cambio.

El Presidente, señor José De Gregorio, suspende la Sesión a las 13:30 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° 122.

El Presidente señor José De Gregorio informa que la Sesión de Política Monetaria del mes de noviembre de 2008, será el jueves 13 de ese mes.

Posteriormente, el señor Presidente solicita al Gerente de División Estudios señor Pablo García que presente las Opciones de Política Monetaria.



El Gerente de División Estudios señala que en la última Reunión de Política Monetaria, el Consejo decidió mantener la Tasa de Política Monetaria en 6,25 puntos base y eliminar el sesgo en la comunicación de futuros ajustes en dicha Tasa.. Agrega el señor García que en esa Reunión, se señaló que cambios futuros en la Tasa de Política Monetaria dependerían de la nueva información acumulada, particularmente respecto de las implicancias para la inflación, del desarrollo del complejo escenario internacional actual, de la persistencia de la apreciación cambiaria real, y de la eventual propagación de los *shocks* inflacionarios de meses pasados a otros precios.

Agrega el señor Gerente de División mencionado, que desde dicha Reunión, las principales noticias que se han acumulado son las siguientes:

1. En el ámbito internacional, aunque la información coyuntural ha sido menos negativa y ha apoyado una recuperación del dólar, los indicadores reales y financieros siguen mostrando una situación frágil en Estados Unidos de América. Las condiciones crediticias en el conjunto de las economías desarrolladas continúan especialmente estrechas, lo que llevaría a una lenta recuperación de su crecimiento.
2. Señala también que el precio del petróleo ha tendido a aumentar en las últimas semanas, alcanzando nuevos máximos históricos, mientras el precio del cobre sigue alto. Los precios internacionales de los alimentos, en tanto, han tenido comportamientos disímiles.
3. En el caso de Chile, la inflación total estuvo en la parte inferior del rango proyectado hace un mes, aunque las tendencias subyacentes de los precios no han mostrado una desaceleración adicional.
4. Agrega el señor García que el crecimiento económico de marzo fue débil, lo que además repercute en proyecciones de actividad para el segundo trimestre menores que las previstas en Reuniones de Política Monetaria pasadas. Asimismo, indica el señor García que la interpretación de estas cifras es coherente con la desaceleración detectada del consumo privado y, a diferencia de la evaluación de meses anteriores, no solo responde a sectores de oferta.
5. Por otro lado, menciona el señor García que el peso experimentó una depreciación significativa en el último mes, del orden de 8,5%. Indica también que ello probablemente ha respondido tanto al impacto de la intervención cambiaria como a un panorama en Estados Unidos de América algo menos negativo, con la percepción de que se habría terminado el ciclo de baja de tasas por parte de la Reserva Federal.
6. Indica el señor García que las expectativas de inflación se han mantenido relativamente estables, con algo de incremento en los registros de la Encuesta de Expectativas Económicas para fines de año, pero con pequeñas reducciones en las compensaciones inflacionarias tanto de contratos *swap* como de bonos.
7. Señala asimismo el señor García, que las expectativas privadas para la Tasa de Política Monetaria sugieren que el mercado y los analistas anticipan una Tasa de Política Monetaria constante por varios meses.

Menciona el señor García que dados los antecedentes acumulados desde la última Reunión de Política Monetaria, se considera que las opciones más plausibles para esta ocasión son incrementar la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base o mantenerla en el nivel actual.

4



Comenta el señor García que a pesar de que se eliminó el sesgo en el último comunicado, que se percibe que el balance de riesgos para la inflación está equilibrado; que el mercado no anticipa movimientos en la Tasa de Política Monetaria; y que el escenario de proyección contempla una reducción gradual hacia el rango de tolerancia bastante similar a la considerada en el *IPoM* de enero, no es aconsejable descartar la opción de subir la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base. Ello, hasta que se observe con mayor claridad que la inflación anual está firmemente en una senda descendente, similar a la proyectada por el Banco, y que por tanto, se descarte con alguna probabilidad la ocurrencia de *shocks* adicionales que pudiesen requerir ajustes abruptos en la tasa para asegurar la convergencia a 3%.

Señala el señor García que se estima que son tres los elementos principales que se deben considerar para la decisión de la Reunión de Política Monetaria de hoy. Menciona en primer lugar, la dinámica de la inflación importada, incluyendo la persistencia del actual tipo de cambio y la ocurrencia de mayores *shocks* de alimentos no perecibles hacia el futuro. Agrega en segundo lugar, la evolución de las brechas de capacidad y el efectivo impacto desinflacionario de lo que se percibe como mayores holguras. Finalmente, menciona el señor García en tercer lugar, el patrón de propagación inflacionaria hacia precios subyacentes y salarios.

Respecto a la Reunión de Política Monetaria pasada, el primer elemento mencionado sugiere mayor inflación efectiva y quizá riesgos de mayor inflación hacia adelante. Agrega el señor García que el peso se ha depreciado de manera relevante, mientras los precios internos y externos de algunos alimentos y de los combustibles muestran tendencias que no se pueden obviar. Menciona también que estos efectos pueden revertirse, o al menos no continuar, lo que está implícito en las proyecciones discutidas para el actual *IPoM*.

El señor García indica que el segundo elemento induce menores presiones inflacionarias hacia el mediano plazo, pues la desaceleración del crecimiento anual no solo respondería a factores de oferta. Por último, el señor García señala que el tercer y último aspecto ha contribuido a amortiguar la propagación inflacionaria.

Manifiesta el señor García que en suma, el escenario del *IPoM* es comparable al del mercado, y contempla una Tasa de Política Monetaria en torno a los niveles actuales por un tiempo prolongado. Agrega que en la medida en que se considere que escenarios similares a los del *IPoM* tienen altas probabilidades de ocurrencia, la mantención de la Tasa de Política Monetaria es la opción más recomendable. Agrega también que por el contrario, si se considera que los riesgos actuales son suficientemente elevados, se puede justificar una acción preventiva, subiendo la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base, a fin de poder enfrentar de mejor forma una eventual materialización de nuevos *shocks* inflacionarios.

Hace presente el señor García que como es habitual, consideraciones de orden comunicacional pueden llevar en esta ocasión a ponderar de diversa forma las alternativas planteadas. Menciona también que al igual que el mes pasado, el mercado espera con una gran probabilidad la mantención de la Tasa de Política Monetaria. Agrega que en ese sentido, es muy probable que un incremento provoque grados de sorpresa y ajuste en los precios de activos financieros, incluido el tipo de cambio, así como una discusión respecto de la coherencia de una decisión de este tipo con la eliminación del sesgo en la Reunión de Política Monetaria pasada.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 122  
Política Monetaria  
08.05.2008 21.-

Finalmente, el señor García indica que con relación a la mantención o eliminación del sesgo, se estima que, dado que esta Reunión de Política Monetaria coincide con un *IPoM*, y que trayectorias coherentes de la Tasa de Política Monetaria en el escenario base no contemplan cambios significativos en una u otra dirección, no sería apropiado incorporar un sesgo, cualquiera sea la decisión de política que se adopte.

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

El Presidente señor José De Gregorio, ofrece la palabra a la señora Ministra de Hacienda Subrogante, doña María Olivia Recart Herrera.

La Ministra de Hacienda Subrogante, señala que la información acumulada en el último mes, apunta claramente a un escenario de menor dinamismo que el esperado en el mes anterior, y que es importante notar que este deterioro de las expectativas de crecimiento es una situación que se ha venido dando desde hace ya varios meses. Indica que sus potenciales efectos hacia futuro apuntan en una dirección con menores presiones de precios. Asimismo, hace presente que, por otra parte, la inflación en abril estuvo en línea con el escenario optimista de la Reunión de Política Monetaria pasada.

La Ministra de Hacienda Subrogante señala que en resumen y no obstante el aumento en materia inflacionaria, persisten las noticias por el lado de la actividad que apuntan a confirmar que la decisión adoptada en la última Reunión de Política Monetaria fue la correcta.

Agrega también la señora Ministra de Hacienda Subrogante, que los antecedentes expuestos en la Reunión de la mañana son bastante consistentes con lo esperado. Por tanto y en este contexto, cree oportuno mantener la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual.

El Presidente señor José De Gregorio ofrece la palabra a los señores Consejeros para proceder a la votación.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que su decisión en esta Reunión es por mantener la Tasa de Política Monetaria en 6,25%. Indica que esta decisión se fundamenta en dos elementos. Por una parte, los datos de inflación sugieren que no ha habido desviaciones importantes respecto de las últimas proyecciones, aunque sí se observa un cambio en la composición de la inflación observada, con mayor inflación de alimentos y combustibles, y un grado de indexación similar al histórico y algo menor al esperado hace unos meses. Comenta el Consejero señor Claro que las proyecciones sugieren una importante caída en la tasa de inflación en los próximos trimestres, a partir del *peak* del mes de marzo. En el mediano plazo, estima que los fundamentos para esta trayectoria son básicamente dos: i) un menor dinamismo en la actividad, y ii) efectos de segunda vuelta fundados en la fuerte credibilidad antiinflacionaria del Banco. En el corto plazo, la trayectoria declinante de la inflación está fundada en i) que la escalada de precios de alimentos y petróleo no va a continuar y ii) que los mecanismos de indexación históricos se van a mantener. En resumen, señala el señor Consejero que las proyecciones de una sostenida baja en inflación se sustenta en: i)

h



menor actividad, que en parte reflejaría menor producto potencial y, en parte, menores presiones de precio, ii) que los precios de alimentos y petróleo no van a seguir subiendo, y iii) que la credibilidad del Banco está intacta. Manifiesta el Consejero señor Claro que la incertidumbre respecto de estos mecanismos es alta, y aunque piensa que el balance de riesgos no es neutral, su voto hoy es por mantener la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual a la espera de más información. Por otra parte, menciona que un segundo argumento detrás de su voto es mantener la consistencia respecto de la última decisión. Agrega el Consejero señor Claro, que dado el último comunicado y la evidencia del último mes, piensa que es prudente mantener la Tasa de Política Monetaria y no tomar una decisión que pueda parecer errática para el mercado.

Por lo expuesto, el Consejero señor Claro cree que la clave de la Reunión de hoy está en la redacción del Comunicado. Indica que la convergencia a la meta no es todavía una realidad, y que los riesgos inflacionarios no han desaparecido. Distinto es que otros fenómenos, como la confirmación de un peor escenario externo y la desaceleración de actividad, compensen en parte los riesgos de mayor propagación inflacionaria o de nuevos aumentos de precios de alimentos y petróleo. Comenta también que la eliminación del sesgo en la última Reunión de Política Monetaria se debe, en su opinión, a que el Consejo estima que el balance de estos riesgos es neutral, y no a la ausencia o minimización de los riesgos al alza en la inflación. Señala que tiene la impresión que la lectura generalizada del último Comunicado fue esta última, y su opinión es que el Comunicado debiera clarificar este punto.

En resumen, señala el Consejero señor Sebastián Claro que el Comunicado debe mantener el sesgo neutral, introduciendo de manera explícita dos elementos. Primero, que los riesgos de inflación siguen siendo altos, y que en opinión del Consejo, el sesgo neutral se explica por la percepción de un balance actual equilibrado sobre las presiones inflacionarias en el futuro, por lo que los movimientos futuros están abiertos. Segundo, y en línea con lo mencionado en el *IPoM*, el Comunicado debería mencionar que desviaciones en la senda de desinflación hacia arriba son de especial preocupación para el Consejo.

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

Señala el señor Consejero que las noticias del último mes no han contribuido a reducir la complejidad del cuadro macro que se enfrenta. En el frente externo, las condiciones siguen marcadas por un claro deterioro y las perspectivas de crecimiento son poco halagüeñas. Agrega que las proyecciones para el próximo año se han vuelto a recortar y la crisis financiera y sus manifestaciones persisten, si bien las acciones de los bancos centrales han generado algún grado de tranquilidad en los mercados. Señala el Consejero señor Enrique Marshall que los sentimientos han mejorado levemente, pero que la preocupación por los efectos de la crisis sobre la economía real sigue siendo alta. No obstante lo anterior, los precios de los recursos naturales se mantienen en niveles muy altos y el petróleo y la gasolina han vuelto a subir. Como resultado de lo anterior, la preocupación por la inflación permanece muy presente a nivel mundial.

Comenta el señor Consejero que en el frente interno las noticias tienden a reafirmar las tendencias visualizadas con anterioridad para la actividad y la inflación. Por otra parte, en los mercados monetario y crediticio no se observan cambios muy significativos y se mantienen las señales de un ajuste gradual. En esa perspectiva, la información reciente da cuenta de condiciones crediticias más restrictivas de parte de los bancos. Comenta que en el mercado de renta fija, las tasas han subido, especialmente en estos últimos días y ello tendrá que ser monitoreado con atención hacia delante. Indica también el Consejero señor Marshall

PC LP



que el peso se ha depreciado en el último mes, revirtiendo una parte significativa de la ganancia frente al dólar observada en el primer trimestre; la actividad interna se muestra débil y el último registro de IMACEC sorprendió a la baja. Con ello, el crecimiento del primer trimestre del año se ubicó por debajo de lo esperado a principios de año. Agrega que en este cuadro, destaca el magro desempeño de los sectores vinculados a recursos naturales y de la industria. Menciona el Consejero señor Marshall que la demanda, si bien en términos globales permanece dinámica, entrega señales de desaceleración por el lado del consumo. La inversión, en cambio, sigue creciendo a tasas altas.

En cuanto al mercado laboral, indica que no presenta cambios relevantes y, por el momento, no se ve muy afectado por la desaceleración de la actividad. Agrega que el empleo y la fuerza de trabajo crecen en forma apreciable, en tanto la tasa de desocupación se mantiene relativamente estable.

Comenta el señor Consejero que la inflación se mantiene alta y alejada de la meta. El registro del último mes estuvo en línea con lo esperado y la medición anual se redujo levemente hasta el 8,3%. La inflación anual, en el escenario más probable, no debería sobrepasar los niveles ya alcanzados y comenzaría a converger al rango meta en lo que resta del año. Señala el Consejero señor Marshall que existe, sin embargo, algún grado de incertidumbre sobre la velocidad de dicha aproximación. La propagación de la inflación, después de varios meses, sigue siendo bastante moderada. Los salarios no se han acelerado y crecen a un ritmo congruente con mecanismos de indexación habituales. Sin embargo, las compensaciones inflacionarias se mantienen relativamente altas, afectadas en parte por ajustes de cartera en un entorno de riesgos más altos. Manifiesta el señor Consejero que las expectativas de inflación obtenidas de encuestas entre analistas muestran ajustes marginales, pero se ubican siempre próximas a la meta.

Señala el Consejero señor Marshall que en su opinión, la suma de antecedentes relevantes permite sostener que las expectativas de inflación permanecen alineadas con la meta. Por otro lado, indica que las expectativas para la Tasa de Política Monetaria no han cambiado en forma significativa respecto del mes anterior, pero se observa algún grado de dispersión en las cifras obtenidas de distintas fuentes.

En suma, le parece al Consejero señor Enrique Marshall que el cuadro sigue siendo complejo, pero las tendencias que se observan apoyan en general la perspectiva de una convergencia de la inflación hacia el rango meta, en especial, al menor crecimiento de la economía mundial, a la desaceleración interna en curso y a la moderada expansión de los salarios observada hasta ahora. Por todo lo anterior, indica que le parece que la decisión más adecuada es mantener la tasa en su actual nivel.

Señala el Consejero señor Marshall que ciertamente es una decisión que conlleva riesgos y menciona que el patrón de propagación que se ha observado hasta ahora podría cambiar y favorecer una mayor persistencia de la inflación. Tampoco le parece que se puede descartar nuevos *shocks* de oferta que afecten a los precios de los alimentos o los combustibles. Cree que si ello ocurre, la política monetaria deberá reaccionar. Por la razón expuesta, indica que no se puede descartar una nueva alza de la Tasa de Política Monetaria como lo sugiere la minuta de opciones. Sin embargo, por el momento, la prudencia aconseja mantener la tasa de interés. Señala que el mercado espera que la Tasa de Política Monetaria no sufra cambios en esta Reunión, lo cual es un antecedente adicional para apoyar la opción de mantenerla.

Agrega que junto con esta decisión, se inclina por mantener el sesgo neutral que trae la política monetaria y dejar abiertos los cursos de acción hacia adelante.



En consecuencia, señala el Consejero señor Enrique Marshall que su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria en 6,25%.

El Consejero señor Manuel Marfán agradece el análisis del *staff* que en esta ocasión coincide con la actualización del escenario base y los escenarios de riesgo dada la proximidad con que se dará a conocer el próximo *IPoM*.

Respecto de la Minuta de Opciones, señala que hace suyo el listado de antecedentes relevantes contenidos en el párrafo dos del Informe referido a considerar desde la anterior Reunión de Política Monetaria. Recuerda que no se ha aprobado formalmente el próximo *IPoM* y por lo tanto, todavía puede ser objeto de cambios relevantes. Indica el Consejero señor Marfán que no puede evitar hacer referencia al nuevo escenario central ni a los escenarios de riesgo que se han contemplado en la preparación del mismo y solicita que, las discrepancias entre su voto y lo que finalmente se apruebe para el *IPoM* sean, en ese evento, depuradas de la Minuta correspondiente a esta Reunión de Política Monetaria.

Comenta el Consejero señor Marfán que la Minuta de Opciones propone evaluar un aumento en 25 puntos base en la Tasa de Política Monetaria o mantenerla en su actual nivel. Coincide que son las dos opciones a considerar, descartando una reducción, pero indica que tiene matices distintos, que no es lo mismo que discrepancias, respecto de la argumentación de la Minuta. Agrega que antes de entrar al análisis desea despejar tres consideraciones previas. Indica el señor Consejero que en primer lugar, en anteriores Reuniones de Política Monetaria, señaló el riesgo de elevar tasas cuando existe un desalineamiento grave y creciente del tipo de cambio, respecto de sus fundamentales. Que en ese contexto, se agrava un desalineamiento que adquiere características de burbuja y que tarde o temprano tendría que corregirse, con consecuencias inflacionarias y cíclicas dañinas, como nos ha enseñado nuestra propia historia. A su juicio, ese riesgo se ha reducido significativamente, no por la depreciación del último mes, sino principalmente porque se rompió la tendencia al agravamiento del desalineamiento cambiario. Por lo tanto, el Consejero señor Marfán señala que a diferencia de ocasiones anteriores, ese diagnóstico ya no forma parte de su voto. En segundo lugar, indica que es compatible intervenir en el mercado cambiario para elevar el nivel de reservas internacionales y a la vez mantener una política monetaria enfocada a lograr la meta inflacionaria, aunque ello implique aumentar la Tasa de Política Monetaria. Relacionado con esto, señala el Consejero señor Marfán que cualquier impacto de esa intervención sobre el tipo de cambio de la manera como se hizo el anuncio, preestableciendo los montos y la calendarización, ya ocurrió, y que por lo tanto la intervención no debería seguir generando efectos hacia futuro. En tercer lugar, le parece que el nuevo escenario base apunta a la convergencia hacia el centro del rango meta antes de ocho trimestres y con un supuesto de política monetaria similar al contenido en los precios de activos, que implica una mantención de la tasa durante un período prolongado. Los escenarios de riesgo para la inflación en tanto están balanceados, lo que interpreta y sería un cambio alterar el balance de riesgo que es lo que estaría implícito en la argumentación de considerar un aumento de tasa en la misma.

Comenta el Consejero señor Marfán que básicamente por dos razones, ambas de carácter preventivo, no se niega a considerar un eventual aumento de la Tasa de Política Monetaria en esta ocasión. Primero, porque la convergencia hacia el centro del rango meta se da en un nivel actual de inflación anual muy elevado, por lo que el costo de un *shock* inflacionario versus el de uno deflacionario es distinto aunque la probabilidad de uno u otro sean iguales. El balance de riesgo podrá estar equilibrado, pero no necesariamente el de costos de escenarios alternativos básicos. Segundo, porque el riesgo de desanclaje de expectativas si está desbalanceado, es decir, aunque las expectativas están bien ancladas, el riesgo de un





desanclaje al alza es mayor que un desanclaje a la baja en las actuales circunstancias. Estima el señor Consejero que un aumento preventivo de la Tasa de Política Monetaria podría equilibrar el balance de este riesgo particular.

Señala el Consejero señor Manuel Marfán que, a pesar de estas consideraciones, su voto es por mantener la tasa en su nivel actual, tanto por razones de fondo como por consideraciones tácticas. Respecto de las consideraciones de fondo, indica que un contexto en que se proyecta una inflación que converge al centro del rango meta en el horizonte de política y que existe un balance de riesgos equilibrado, movimientos puramente preventivos de la tasa de política monetaria deben reservarse para ocasiones especialísimas. De otra manera, se torna muy difícil para el Banco señalar al sector privado para la formación de sus expectativas, si se eleva la Tasa de Política Monetaria a pesar de un balance de riesgo balanceado para la inflación, porque los costos de un *shock* inflacionario superan a los beneficios de un *shock* deflacionario, que se produciría si efectivamente se da este último. Si se eleva la tasa y después el *shock* que ocurre es deflacionario, se pregunta el Consejero señor Marfán, si habría que bajar dos veces la tasa de política monetaria. Indica que en su opinión, la expectativa de mayor volatilidad de la política monetaria es la consecuencia de un aumento preventivo en estas circunstancias, lo cual también podría ser de alto costo.

Menciona que, respecto de un eventual desanclaje de expectativas, a su juicio eso está lejos de ocurrir y que el Banco Central se ha ganado su reputación y credibilidad en buena lid. Señala el señor Consejero que si fuéramos un Banco necesitado de invertir en reputación, como por ejemplo en las primeras fases de un cambio de régimen hacia metas de inflación, quizás podría justificarse un aumento preventivo, pero un Banco Central confiado en su reputación, como es el caso, sólo actúa cuando acumula evidencia de pérdida de credibilidad y actúa con fuerza.

Manifiesta el Consejero señor Marfán que dentro de las consideraciones tácticas, un aumento sería muy sorpresivo para el mercado, el cual espera unánimemente una mantención en esta ocasión. Señala que no corresponde que siempre validemos las expectativas de mercado, pero en este momento el Banco no cuenta con información relevante adicional a la de los agentes económicos. El *IPoM* tendría que dar una explicación convincente del porqué de un aumento preventivo, lo cual no le parece.

Por las razones expuestas, el Consejero señor Manuel Marfán vota por mantener la Tasa de Política Monetaria en 6,25% y por no introducir sesgo alguno en el Comunicado.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux agradece a la División de Estudios por los antecedentes preparados para esta Reunión.

Señala que desde la Reunión del 10 de abril pasado, se han producido importantes desarrollos, tanto en el plano externo como interno, que tienen incidencia en la inflación futura.

Indica el señor Vicepresidente que en el plano internacional, tal vez el desarrollo más importante es que las acciones de la Reserva Federal han reducido la probabilidad de algunos escenarios muy extremos para el sector financiero de los Estados Unidos de América. Sin embargo, persisten riesgos importantes, y en particular, el riesgo de un estrangulamiento crediticio más prolongado a medida que se reduce el apalancamiento del sistema financiero, se ha incrementado. Agrega también el señor Vicepresidente que se ha observado que la paridad del dólar de los Estados Unidos de América, respecto a las principales monedas del mundo, parece haber tocado fondo, y podría estar gestándose una reversión de la significativa



depreciación que ha experimentado dicha paridad. Indica que estos dos desarrollos reseñados tienen un impacto favorable sobre la inflación externa relevante para Chile.

Sin embargo, señala que otros dos desarrollos tienen una incidencia en un sentido opuesto. Por una parte, los precios internacionales de productos básicos como el petróleo, el cobre y algunos alimentos, han experimentado nuevos incrementos. Nuestras proyecciones suponen que estos incrementos no van a repetirse, pero los riesgos de esta proyección son considerables. Indica el señor Vicepresidente que la otra variable que incrementará las presiones de precios importados es la evolución del tipo de cambio, en respuesta a estímulos tanto internos como externos.

Señala el Vicepresidente señor Desormeaux que en el corto plazo estos desarrollos en el plano externo han contribuido a aumentar las presiones inflacionarias futuras. En un plazo más largo, el debilitamiento cíclico de las economías desarrolladas, una posible reversión de las alzas de precios de algunos *commodities* y una eventual apreciación de la paridad del dólar, podrían neutralizar estos efectos. Sin embargo, indica que la incertidumbre en torno a estos escenarios futuros es importante.

Señala que en el plano interno también se han producido desarrollos que tienen incidencia en la inflación futura.

Manifiesta el señor Vicepresidente que como señalan los antecedentes proporcionados por la División de Estudios, la desaceleración reciente de la actividad responde no solo a factores de oferta, sino también a una desaceleración del consumo, por lo que la brecha de capacidad se habría ampliado en el curso del primer semestre del año 2008, lo que contribuye a atenuar las presiones inflacionarias futuras.

Por otro lado, la información más reciente parece indicar que la propagación de la alta inflación de los últimos nueve meses sobre el resto de los precios de la economía ha sido menor que la prevista en enero pasado, y más bien similar a los patrones históricos. Indica el señor Vicepresidente que ello se observa en la evolución de los costos laborales, así como en los precios de aquellos bienes que normalmente exhiben mayor vinculación con la inflación pasada. Comenta que este desarrollo contribuye también a atenuar las presiones inflacionarias futuras.

Señala el Vicepresidente señor Desormeaux que tomados en su conjunto, estos factores tanto internos como externos son coherentes con una reducción gradual de la inflación y su convergencia a la meta en el horizonte de política, sin la necesidad de cambios significativos en el impulso monetario. Ello sucede además, en un contexto de condiciones crediticias internas algo más restrictivas, a juzgar por las recientes encuestas de crédito bancario.

Comenta que a ello se agrega el hecho que los diferentes indicadores de expectativas, tanto aquellos provenientes de encuestas como de los precios de activos financieros, son coherentes con la convergencia de la inflación a 3% en el horizonte de dos años después de tomar en consideración las primeras por riesgo de inflación.

Señala el Vicepresidente señor Desormeaux que este diagnóstico está sujeto a riesgos significativos, pero que hasta ahora parecen balanceados. Por ello, comenta que la decisión más apropiada en la Reunión de hoy es la mantención de la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual, sin un sesgo en una dirección u otra.

L 4



Menciona el señor Vicepresidente que el Comunicado de esta Reunión de Política Monetaria debe enfatizar que esta situación podría variar en el futuro, si se percibe un desbalance en los riesgos para la inflación futura.

Comenta que de particular importancia será la evolución que presenten las presiones provenientes del exterior, en particular los precios de los alimentos y los combustibles, así como su eventual impacto sobre la inflación futura, el que podría verse magnificado a través de una mayor propagación inflacionaria.

En consecuencia, el Vicepresidente señor Jorge Desormeaux manifiesta que vota por mantener la Tasa de Política Monetaria en 6,25%.

El Presidente señor José De Gregorio señala que las noticias del último mes no han distado mucho de nuestras proyecciones más recientes. Si bien el cuadro económico global es distinto del escenario central de enero, las noticias más recientes no han representado sorpresas significativas, salvo en lo que respecta al precio del petróleo, el que ha subido de manera importante, y no hay señales de que vaya a ceder de manera relevante en el corto plazo.

La inflación de abril y tal como se sostiene en la minuta de opciones, estuvo en la parte baja de nuestras proyecciones, aunque las medidas subyacentes no muestran cambios importantes hacia tendencias distintas de lo previsto.

Señala el Presidente señor José De Gregorio que el escenario internacional tiende a mostrar una debilidad importante en las economías desarrolladas, en particular en los Estados Unidos de América. En todo caso, esto no ha representado menores presiones sobre los precios de las materias primas, en particular en el petróleo, lo que no deja de ser sorprendente y sin duda representa una probabilidad que los precios de las materias primas descendan. No obstante, no le parece razonable descansar en un panorama benigno que limite las presiones inflacionarias, suponiendo un descenso poco realista del precio del petróleo, y es por ello que le parece adecuado considerar que los precios permanecerán altos como el considerado en nuestro próximo Informe de Política Monetaria. Indica que los precios de los alimentos continúan elevados, las noticias son mixtas y también es prudente hacer supuestos conservadores respecto de su evolución futura.

Menciona el señor Presidente que en cuanto a la actividad, el último registro del IMACEC revela una mayor debilidad de la actividad interna, aunque es aún un dato puntual que debe ser corregido por el menor número de días trabajados y es coherente con un escenario de menor crecimiento al previsto en enero. Indica que esta menor actividad podría representar menores presiones de precios en la medida que este escenario de mayor debilidad persista. No obstante, estima que la evolución de la actividad no se desvía de manera significativa como para pensar que por esta vía se generará menos inflación de la que ya se ha considerado en nuestras proyecciones.

Señala el Presidente señor José De Gregorio que, en consecuencia, el panorama de presiones inflacionarias sigue siendo similar al contemplado el mes pasado. El tipo de cambio se ha depreciado, pero tal como se indicó cuando se anunció el programa de acumulación de reservas, nuestro escenario inflacionario de convergencia a la meta es capaz de absorber un tipo de cambio algo más depreciado, y al mismo tiempo preserva intacta la capacidad de la política monetaria para reaccionar variando las tasas de interés. Por ello, le parece que una vez más las opciones son mantener o subir la tasa. Sin embargo, un alza de la tasa se podría justificar principalmente por los elevados registros que se están observando,

24



pero esto no significa que su tendencia no sea coherente con la convergencia gradual hacia la meta, y por ello hemos mantenido la Tasa de Política Monetaria constante en los meses más recientes. Por otra parte, señala el Presidente señor De Gregorio, los efectos de propagación de los *shocks* inflacionarios sobre el resto de los precios siguen evolucionando de acuerdo a lo previsto y no indican efectos de segunda vuelta perniciosos. Con todo, la evidencia de los mercados financieros muestra un cierto endurecimiento de las condiciones de otorgamiento de crédito, lo que por sí solo, y sin necesidad de reducir el impulso monetario, estaría contribuyendo a la normalización de la demanda agregada.

Por ello, al igual que el mes pasado, el Presidente señor José De Gregorio se inclina por una mantención de la Tasa de Política Monetaria en 6,25%. No obstante, señala que desea destacar que se continúa en un escenario altamente incierto, en el cual se debe estar preparado para actuar con decisión en caso que se observe que el panorama de convergencia en un contexto de tasas estables se vea amenazado.

Agrega que el mayor riesgo que se ha estado enfrentando es que los elevados registros de inflación persistan más allá de lo prudente, con severas consecuencias sobre las expectativas de inflación.

Por último, señala el señor Presidente que desea reafirmar un punto que acaba de levantar el Consejero señor Sebastián Claro y es que si bien los riesgos al alza y a la baja de la inflación son balanceados, y de ahí un sesgo neutral, son de particular preocupación las potenciales desviaciones de la inflación al alza, respecto a nuestro escenario central, ya que podría generar serios riesgos de desanclaje con los consecuentes costos de volver la inflación hacia su meta, mientras las desviaciones a la baja solo representaría una convergencia más rápida a la meta.

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

122-01-080508 – Tasa de Política Monetaria.

En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile, acordó mantener la Tasa de Interés de Política Monetaria en 6,25% anual.

Comunicado

“En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 6,25% anual.

En el ámbito externo, las perspectivas para los EE.UU. se mantienen débiles y los mercados financieros siguen tensionados. Sin embargo, los mercados no esperan nuevas reducciones de la tasa de interés y el dólar detuvo su caída respecto del resto de las monedas. Los precios de los productos básicos continúan elevados, en particular el del petróleo, que ha seguido subiendo.

En lo interno, la última información muestra que el crecimiento económico en el primer trimestre estuvo por debajo de lo anticipado. Los indicadores de consumo privado apuntan a una desaceleración, mientras la inversión continúa creciendo a tasas altas. El desempleo se ha mantenido estable.

JE 40



La inflación de abril estuvo dentro de lo esperado y el registro anual, aunque se mantiene muy por sobre la meta, mostró una leve disminución. Se sigue observando una propagación inflacionaria acotada y acorde con lo previsto. No obstante, los precios de los alimentos han subido nuevamente, afectando a las medidas subyacentes de inflación, las que se mantienen elevadas. Los salarios han aumentado, de acuerdo a su dinámica habitual, mientras que el peso experimentó una depreciación relevante desde la última reunión de política monetaria.

Los antecedentes más recientes reafirman las perspectivas de que la inflación anual del IPC seguirá descendiendo en el curso de los próximos meses, aunque la incertidumbre sobre los registros mensuales esperados sigue afectando las primas por riesgo inflacionario. Las expectativas de inflación de largo plazo se mantienen ancladas en torno a 3% anual.

El Consejo reafirma su compromiso de conducir la política monetaria de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política. Cambios futuros en la TPM dependerán de la nueva información que se acumule. De particular importancia para esto serán las implicancias para la inflación del desarrollo del complejo escenario internacional, el grado de propagación de los *shocks* inflacionarios de meses pasados a otros precios y el surgimiento de nuevas presiones inflacionarias."

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17:30 horas.

  
JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ  
Vicepresidente

  
JOSÉ DE GREGORIO REBECO  
Presidente

  
ENRIQUE MARSHALL RIVERA  
Consejero

  
MANUEL MARFÁN LEWIS  
Consejero

  
SEBASTIÁN CLARO EDWARDS  
Consejero

  
MARIA OLIVIA REGART HERRERA  
Ministro de Hacienda (S)

  
JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR  
Ministro de Fe (S)

R 4