



## BANCO CENTRAL DE CHILE

### ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 121 celebrada el 10 de abril de 2008

---

En Santiago de Chile, a 10 de abril 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 el señor Ministro de Hacienda, don Andrés Velasco Brañes.

Asisten también:

Gerente General, don Alejandro Zurbuchen Silva;  
Subgerente General, don Leonardo Hernández Tagle;  
Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Ángel Nacur Gazali;  
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 Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;  
Gerente de Análisis Macroeconómico Interino, don Claudio Soto Gamboa;  
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;  
Gerente de Información e Investigación Estadística, don Ricardo Vicuña Poblete;  
Gerente Asesor de Comunicaciones, don Luis Alberto Álvarez Vallejos;  
Asesor del Ministro de Hacienda, don Luis Felipe Céspedes Cifuentes;  
Economista Senior, don Enrique Orellana Cifuentes;  
Economista Senior, doña Erika Arraño González;  
Secretario General, don Jorge Court Larenas.

El Presidente señor José De Gregorio señala que asisten especialmente invitados el Gerente Estabilidad Financiera señor Rodrigo Cifuentes S. y la Economista Senior señora Andrea Tokman R.

Con relación a la fecha de la Reunión de Política Monetaria del mes de octubre próximo, el Presidente señor José De Gregorio comunica que se realizará el día jueves 9 de octubre de 2008.

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 el escenario internacional continúa deteriorándose de manera significativa, existiendo una alta probabilidad que Estados Unidos de América enfrente una recesión este año. Sobre este mismo punto, agrega que la recuperación será más lenta de lo estimado en los meses previos.



Destaca el señor Gerente que producto de esto mismo, se reducen las perspectivas de actividad para el resto del mundo, llevando a una corrección a la baja en tres décimas para la proyección del año 2008. Señala además, que la persistencia de las tensiones en los mercados financieros ha ido más allá de lo previsto, ello pese a que los principales Bancos Centrales de economías desarrolladas han efectuado una nueva acción para proveer liquidez al mercado.

Menciona asimismo, que los precios de los *commodities* tanto del cobre como del petróleo, han aumentado hasta cerca de sus máximos históricos. Señala el expositor que referente al precio del petróleo, se incrementa la incertidumbre ante la renovada participación de agentes no comerciales. Esta situación también ha afectado al precio del cobre, particularmente hoy en día. Hace presente el señor Lehmann que dentro del mercado del cobre destaca, principalmente, la mantención de una alta demanda de las economías emergentes. Asimismo, señala que ante la reducción en las proyecciones de oferta del precio del cobre, este se ha ubicado cerca de los US\$ 4 la libra, con una proyección al alza.

Por otro lado, el Gerente señor Lehmann destaca que las buenas perspectivas de siembra han recuperado el precio del trigo a niveles similares a los que se observaban a principios de año.

Indica el Gerente de Análisis Internacional que se observa una nueva proyección en relación a las perspectivas de crecimiento mundial de 3,7% para este año y para el próximo de 4,1%. Destaca que la menor proyección para Estados Unidos de América es de 0,5%, para el próximo año. Agrega el señor Lehmann que este escenario podría ser de 1,5%, pero que podría corregirse a la baja hacia 0,6%, en línea con lo que está planteando el *WEO*.

Señala el señor Lehmann que en los Estados Unidos de América, los indicadores muestran una tendencia más débil. Menciona que los indicadores asociados al consumo muestran una tendencia a la baja. Agrega, que el mercado laboral también muestra una tendencia a la baja con una tasa de desempleo alta. Por otra parte, respecto a los precios de las viviendas, menciona el señor Gerente que las noticias son claramente negativas, ya que todo indica una fuerte caída en la inversión residencial y un menor dinamismo que ha impactado los precios de las viviendas. Comenta que se puede destacar que el indicador *Case-Shiller* da cuenta del debilitado dinamismo en el sector inmobiliario. Comenta que otros indicadores señalan que el saldo en la cuenta corriente ha sido más favorable. Desde el punto de vista del sector manufacturero, si bien se tienen algunas noticias por sobre lo anticipado, de todas maneras dan cuenta de una desaceleración y de un menor crecimiento en esta economía.

El señor Lehmann comenta que la confianza de los consumidores sigue mostrando señales negativas. Agrega que el *Conference Board* y la *Universidad de Michigan* están en línea con la desaceleración del consumo personal real y que si bien siguen creciendo a tasas anuales en torno a 2%, muestran una clara tendencia hacia un menor crecimiento en el futuro.

Con relación al mercado laboral, el Gerente comenta que está explicando parte de la desaceleración del consumo. Señala que las solicitudes de desempleo han ido creciendo en línea con el mayor desempleo, y hoy, si bien el dato fue algo mejor de lo anticipado, en términos de tendencia la solicitud de desempleo está mostrando noticias más bien negativas. Indica que las solicitudes de empleo se mantienen en niveles relativamente elevados. También hay un indicador de "Dificultad para encontrar empleo" que ha crecido, lo que está en línea con un menor dinamismo en este mercado.



Señala el señor Gerente que para la Zona Euro las noticias han sido mixtas, pero que últimamente han sido más bien negativas. El crecimiento del empleo trimestre a trimestre fue más bajo de lo anticipado. Respecto al sector manufacturero, también se muestra un menor dinamismo, si bien estuvo más o menos en línea con lo anticipado en las informaciones. En Alemania las noticias han sido positivas, pero de todas modos dan cuenta de una desaceleración, lo que de hecho se observa mucho más claro en el *Euro Coin*, que es un indicador que anticipa de manera bastante adecuada la evolución del PIB, el cual tuvo en el último mes una caída bastante importante, lo que daría cuenta de una desaceleración significativa en la Zona Euro.

Destaca particularmente que en el caso de Europa la balanza comercial, si bien está mostrando exportaciones que crecieron algo más de lo anticipado en el último registro, da cuenta también que el déficit ha ido aumentando en relación a lo que se mostró en meses anteriores. Esa situación muestra que si bien las exportaciones han aumentado en el margen, de todas formas se está observando una desaceleración de tendencia por menor exportación de la Zona Euro a Estados Unidos de América, en línea con su desaceleración. Respecto a Japón, señala que se tuvo indicadores mixtos durante este mes, desde el punto de vista de la balanza comercial. Las exportaciones continúan creciendo más allá de lo anticipado, sin embargo, si se descompone cuáles son los destinos de estas exportaciones, éste es fundamentalmente Asia. Por el lado manufacturero se tienen también indicadores mixtos, pero al observar en el Índice *Tankan*, se ve una desaceleración en la actividad, recogida por las expectativas de las empresas grandes y pequeñas, que muestran una aceleración, un enfoque respecto de las ventas hacia delante más débil que en trimestres anteriores, lo que da cuenta de expectativas más debilitadas en el sector empresarial japonés.

Menciona el señor Lehmann que los indicadores de precios, IPC en el margen en Estados Unidos de América, presentaron una leve reversión en lo que son las tendencias inflacionarias. Sin embargo, el IPC se mantiene en tasas relativamente elevadas, sobre 4%. Los indicadores de tendencia inflacionaria mostraron una ligera reversión en el último mes, pero se mantienen en términos de tendencia en niveles bastante elevados, lo que probablemente es producto de una desaceleración importante de actividad en Estados Unidos de América. Indica el señor Gerente que el deflactor del PCE tiene una ligera reversión en el margen, pero de todas maneras se mantiene sobre o en torno de los niveles de confort definidos por la Reserva Federal. No obstante, se registra un aumento generalizado de la inflación en el resto del mundo. Indica que a lo mejor habría que agregar China, que también está en niveles de inflación cercanos al 8%, siendo la tendencia general en todas las regiones, claramente al alza en términos de inflación.

El Gerente señor Lehmann manifiesta que las expectativas de cambio de Tasa de Política Monetaria en Estados Unidos de América están ligeramente por debajo de lo que se preveía en la Reunión del mes de marzo, la que aún no recogía la decisión de recorte por parte de la Reserva Federal. Lo anterior ya está contemplado en la actual trayectoria y se espera para la próxima reunión un recorte de 25 ó 50 puntos base, y están más o menos balanceadas las probabilidades para uno u otro caso, pero de todos modos se espera que la Tasa de Política Monetaria en Estados Unidos de América se mantendrá o se estabilizará en 1,75%.

Señala que en el caso de Europa se observa un movimiento en sentido contrario. Respecto a la Reunión de Política Monetaria de marzo, se aprecia una trayectoria de futuros algo más elevada, lo que está asociado al hecho que el Banco Central Europeo ha manifestado su especial preocupación respecto a la inflación, manteniendo su Tasa de Política Monetaria. Indica el Gerente señor Lehmann que el Banco Central Europeo reconoce que puede haber problemas asociados a las turbulencias financieras y estrechez de las condiciones crediticias, pero en su Comunicado da cuenta de una preocupación mayor y eso es lo que



predomina en su mantención de la Tasa de Política Monetaria, reflejado o asociado a la inflación. Agrega que con respecto a Japón no hay mayores novedades.

Las tasas largas en Estados Unidos de América se han ajustado levemente, es decir, están en situaciones muy parecidas a las observadas hace un mes, pero la volatilidad ha sido importante. En el caso de Japón se observa cierta estabilidad. En la Zona Euro se aprecia un aumento en la tasa de interés a largo plazo, nuevamente asociado a preocupaciones por inflación y movimiento en general de la trayectoria esperada de la Tasa de Política Monetaria hacia el futuro.

Comenta el Gerente de Análisis Internacional que respecto a la compensación inflacionaria en Estados Unidos de América, se observa que ha tendido a caer, en línea con un menor nivel de actividad en esta economía, pero también por el hecho que la tendencia inflacionaria en el margen ha tendido a reducirse. Lo anterior se refleja también en la compensación inflacionaria que calcula la Reserva Federal de Cleveland.

El Gerente señor Lehmann señala que se han mantenido los problemas de liquidez en los mercados internacionales. Los premios que se observaron en marzo y los que se presentan hoy están claramente por encima de lo que se apreció, casi 30 – 40 puntos más arriba, lo que da cuenta que los problemas de liquidez del mercado monetario se han mantenido. Por su parte, los premios *Libor* versus *Fedfund* se han mantenido elevados y de hecho lo están más aún de lo observado hace un mes. El *soft spread*, que también es una medida alternativa para medir liquidez, tuvo una ligera caída, pero ha mostrado de todas maneras niveles relativamente altos en relación a lo que son sus niveles históricos.

Señala el Gerente señor Lehmann que la decisión de la Reserva Federal de inyectar recursos y el compromiso leído por los mercados para proveer liquidez y evitar una situación más compleja en los mercados financieros ha traído cierta tranquilidad, lo que se refleja en que probablemente estos indicadores no encuentran mayor liquidez en los instrumentos que se están observando, básicamente bonos con empresas de clasificación A, los que se han mantenido relativamente estables, pero los bonos globales han tenido una caída en su *spread*. En el caso de Europa ha ocurrido algo similar.

El dólar, el dólar multilateral, la libra esterlina y lo mismo que el resto de las monedas de las economías desarrolladas, se mantienen relativamente estables. En el caso de las monedas de economías emergentes se observa una situación relativamente mixta. El peso mexicano ha tendido a apreciarse y el *shekel* israelí muestra una depreciación a pesar de la acción del Banco Central de Israel. Señala por último que se observa cierta estabilidad en el resto de las monedas.

Asimismo señala que ha disminuido la percepción de riesgo en los mercados financieros, que se recoge a partir de la volatilidad fundamentalmente de las Bolsas. Tanto en las economías emergentes como en las desarrolladas, se observa una caída importante de la volatilidad, a propósito de una suerte de mayor tranquilidad en los mercados financieros. Las primas para economías emergentes (*credit default swap*) han mostrado una reducción y en otros casos estabilidad, en particular en aquellas economías de mayor riesgo. Indica que se tiene una reducción en *CDS* en el caso de Brasil, y en México y en Chile una relativa estabilidad.

Las Bolsas mundiales muestran también algo de tranquilidad en los mercados financieros. Se aprecian aumentos importantes en las Bolsas de América Latina y también en las Bolsas de mercados desarrollados y de Asia emergente.



En cuanto a los *commodities*, se observan movimientos mixtos durante el último mes. Destaca especialmente la caída en el precio del trigo, a propósito de informaciones de mayores plantaciones o intenciones de plantación en Estados Unidos de América, lo que se ha reflejado en el CRB de granos, el que cae de manera importante en un 10%. Por otra parte el cobre en el margen ha tendido a aumentar. Indica que si se agregara el dato de hoy, se tendría un aumento del precio en torno a 5% durante el último mes. La gasolina ha aumentado y también el maíz, producto de la sustitución de suelos desde este último hacia el trigo.

Indica el Gerente señor Lehmann que si se observa qué existe detrás de un aumento del precio del petróleo o de la gasolina, se ve que ha habido una demanda excepcional, legítima en relación a lo que se observaba. Los inventarios sobre demanda caen de manera importante, asociados a condiciones climáticas que durante el último mes han sido algo más negativas de lo habitual, bajas temperaturas en la zona este de Estados Unidos de América y en Europa. En el caso de la gasolina, se ha observado también una caída importante en los inventarios, producto fundamentalmente de un factor de estacionalidad, trayectoria que se observó en años anteriores, pero que tal vez ha sido algo más importante hoy, derivada de mantenciones de algunas refinerías que han debido suspender sus procesos.

Indica el señor Lehmann que para entender la evolución del precio del trigo, se tienen las expectativas de siembra en el caso de Estados Unidos de América, donde se observa un aumento el año 2008 respecto al año 2007, por sobre lo que se anticipaba versus el maíz, respecto del que se observa una menor intención de plantación. En el caso de la soya también se ve un aumento de plantaciones y por lo tanto, potenciales siembras en la próxima temporada. Señala que resumiendo, lo que se aprecia en materia de *commodities* es una revisión al alza del precio del cobre en la proyección para este año y para el próximo, de 20 y 30 centavos, respectivamente. Indica el señor Gerente que el precio del petróleo se mantiene relativamente estable en torno a US\$ 100 para este año, marginalmente por debajo del promedio proyectado para el año 2009. La gasolina se mueve más menos en línea y en el caso del precio del trigo, se advierte una caída en las expectativas de siembra para la próxima temporada, tanto para el año 2008 como para el año 2009, que es en cierto modo compensada y se refleja un aumento en el precio del maíz como consecuencia de la sustitución de suelo.

Por último, en el caso de la leche se observa una relativa estabilidad en los precios proyectados para los años 2008 y 2009.

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 señor Claudio Soto señala que en el mes de marzo el IPC aumentó 0,8%, acumulando un incremento de 8,5% anual. Indica que el IPCX también aumentó 0,8% mensual, 7,7% anual, mientras el IPCX1 creció 1,3% mensual y 7,4% anual. Por su parte, la velocidad trimestral del IPC continuó disminuyendo, mientras las del IPCX, IPCX1 y la velocidad mensual del IPCX1 aumentaron. Menciona el señor Soto que los indicadores de tendencia inflacionaria no mostraron mayores cambios en el mes. Asimismo, el incremento anual de la media podada por artículos, MPA, pasó de 5,5% a 5,6% y la poda de los componentes más volátiles se mantuvo en 3,8%. Por su parte, las medidas de inflación que excluyen ciertos componentes, IPC sin alimentos y energía e IPCX1 sin alimentos, aumentaron su tasa de variación anual, ubicándose ambas en torno a 4% anual.



Indica el expositor que el aumento mensual del IPC del mes de marzo, y de otras medidas de inflación, estuvo por debajo de lo esperado tanto internamente, como por la mayoría de las proyecciones del sector privado. Menciona el Gerente de Análisis Macroeconómico Interino, que en la inflación de marzo destacaron las diferencias de tamaño significativo y signo opuesto en las incidencias efectivas y previstas de los rubros de alimentos y educación. Agrega que en el caso de los alimentos, a diferencia de lo ocurrido el mes pasado, en que se verificó un aumento generalizado de precios por sobre lo anticipado, la mayor inflación del mes de marzo se explicó, en gran parte, por aumentos por sobre lo previsto en ítems específicos: pan y arroz. En el caso de la educación, por su parte, el reajuste de las mensualidades escolares fue menor que lo previsto en base al traspaso histórico de la inflación a estos precios.

Comenta el señor Gerente, que todo lo anterior da cuenta de la amplitud de la incertidumbre sobre la inflación en el corto plazo, en particular sobre la velocidad a la que convergerá hacia 3% anual. Por un lado, indica que no es posible descartar que el aumento en el precio de los alimentos sea resultado de un nuevo *shock* inflacionario ligado a la evolución internacional de estos precios, lo que induciría un incremento importante de la inflación, en especial del IPCX1, respecto de lo previsto tanto en el *IPoM* del mes de enero como del mes pasado. Señala el señor Soto que este riesgo se reduce, en parte, al considerar que el incremento de precios, a diferencia de lo observado en el mes de febrero, se circunscribió a ítems específicos y a que el precio internacional del trigo, insumo ligado a la producción del pan que aportó la mayor incidencia individual a la inflación del mes de marzo, cayó en las últimas semanas, retornando a los niveles vigentes a comienzos de año. Por otro lado, menciona el expositor que el incremento menor al previsto de los ítems de educación puede estar indicando que la propagación de la alta inflación al resto de los precios está siendo, y puede ser, menor que la anticipada en el mes de enero. Agrega que a todo lo anterior, se suma la incertidumbre respecto del efecto desinflacionario de la apreciación del peso y del incremento de la inflación externa en dólares.

Hace presente también el señor Gerente de Análisis Macroeconómico Interino, que el abanico de opciones puede contribuir a que la inflación anual del IPC retorne al rango de tolerancia a una velocidad mayor que la anticipada en el mes de enero. Indica que, por ejemplo, de producirse una menor propagación, una reversión del *shock* de alimentos y un traspaso de la apreciación del peso, o que se mantenga en cifras por sobre lo previsto en enero y hasta fines del 2008, en el caso de que los *shocks* de los precios de los alimentos fuesen más persistentes, y la apreciación del tipo de cambio no se traspasará a los precios.

Manifiesta el expositor que la incertidumbre respecto del escenario de inflación de corto plazo se refleja en la disímil evolución de las medidas de expectativas de inflación en el último mes. Señala que la compensación inflacionaria 1 en 1 y la de 3 en 2 aumentaron del orden de 20 puntos base, entre la Reunión de marzo y la publicación del IPC del mismo mes. Por su parte, menciona que la compensación 5 en 5, con vaivenes, se mantuvo en niveles similares. Agrega que tras conocerse el IPC del mes de marzo, las compensaciones reaccionaron levemente a la baja, destacando la 5 en 5 que cayó algo más de 10 puntos base. Por otro lado, las expectativas de inflación recogidas de la encuesta a las mesas de dinero se han movido en direcciones opuestas. Señala el señor Gerente, que el IPC esperado a un año disminuyó hasta 4,7%, 10 puntos base, mientras el IPC esperado a dos años aumentó hasta 4,1%, 10 puntos base, ambos valores respecto de la Reunión anterior. Menciona el Gerente señor Soto que la Encuesta de Expectativas Económicas, por su parte, modificó a la baja en 20 puntos base las expectativas de inflación a uno y dos años. Comenta que esta incertidumbre también ha acentuado la demanda por papeles denominados en UF y disminuido aquélla por papeles nominales, reduciendo aún más el contenido informativo de los precios de los activos financieros. Menciona también que en comparación con principios del año, la tasa de los BCU-



5 ha caído cerca de 80 puntos base, mientras la de los BCU-10 lo ha hecho en cerca de 30 puntos base. Asimismo, indica que el volumen transado de estos papeles, que ya se había duplicado entre el 2006 y el 2007, ha aumentado en casi 30% en lo que va del año, respecto del promedio del año pasado. Como contraparte, señala que el mercado de instrumentos en pesos ha mostrado una disminución importante de los volúmenes transados, pasando de cifras del orden de \$16 mil millones promedio en 2007, a cerca de \$10 mil millones promedio en lo que va corrido del año.

Asimismo, por el lado de la actividad interna, menciona el señor Soto que los datos de febrero dieron cuenta de un mayor crecimiento de la economía, junto con un sostenido dinamismo de la demanda interna. Agrega que el Imacec de febrero aumentó 5,6% anual, el mayor crecimiento desde junio del año pasado. Señala que este resultado, no obstante, estuvo influido en parte por la existencia de un día hábil más por tratarse de un año bisiesto, a diferencia del año anterior. Descontado este hecho, el incremento del Imacec fue de 4,3%. En todo caso, menciona el expositor que el aporte del componente estacional fue importante en febrero y que para marzo se prevé que la variación anual del Imacec sea bastante inferior a la de ese mes, debido a la menor cantidad de días hábiles. Indica que más allá de la consideración de los días trabajados, la actividad industrial mostró algún repunte en febrero, volviendo a tasas de incremento anual similares a las del promedio del primer semestre del 2007. Asimismo, menciona que la actividad del comercio y de los sectores de servicios continuó creciendo a tasas por sobre el promedio. Por otra parte, agrega que la actividad de los sectores de recursos naturales, minería, pesca y electricidad, gas y agua, continuó, como un todo, aportando negativamente al agregado del PIB, esto último, pese a que el incremento anual de la actividad minera tuvo una recuperación importante en el mes de febrero.

En cuanto al mercado laboral, señala el expositor que las cifras del trimestre móvil terminado en febrero del 2008 mostraron un panorama de holguras que no difiere, mayormente, del que se presentó el mes anterior. Menciona que en ese período, el empleo total aumentó 3,1% anual, 3,6% en enero y, el asalariado 6,6% anual. Hace presente que por sectores, la ocupación en la construcción y el comercio disminuyeron su crecimiento anual, mientras que la del empleo industrial aumentó. Por su parte, indica que la fuerza de trabajo aumentó 4,2% anual, aunque en términos desestacionalizados cayó respecto del trimestre móvil inmediatamente anterior. La tasa de desempleo, eliminada estacionalidad, se mantuvo en 8% por tercer mes consecutivo.

Por el lado de la demanda, indica el señor Gerente que los indicadores de consumo privado del mes de febrero siguieron en línea con lo observado en meses anteriores. Con ello, se sigue estimando que en el primer trimestre el consumo mantuvo tasas de crecimiento anual altas, pero con una velocidad de expansión que descendió. Por su parte, las expectativas de los consumidores, medidas por el IPEC, siguieron deteriorándose, ubicándose en 41,4% en marzo. En cuanto a las condiciones financieras, con datos preliminares, se estima que las colocaciones de consumo siguieron reduciendo su tasa de crecimiento anual en marzo, lo mismo que los agregados monetarios, en particular el aumento anual del M1 que pasó de 18,1% en diciembre, 14,2% en febrero, a 11,3% en marzo. Señala el Gerente Interino señor Soto, que la inversión tampoco mostró cambios sustantivos respecto de su tendencia reciente, con un crecimiento importante de las importaciones de bienes de capital. En todo caso, menciona que se sigue estimando que una fracción significativa del incremento en la formación bruta en capital fijo está siendo destinada a proyectos en los sectores minero y energético, sin que, aparentemente, el resto de los sectores económicos muestre un dinamismo comparable. Por su parte, la Bolsa local, medida a través del IPSA, se comportó durante el último mes en línea con sus símiles externos, aumentando 3,5% respecto de la Reunión anterior, no obstante respecto de fines del 2007 aún muestra un rendimiento negativo medido en pesos.

4



Respecto de los costos, hace presente el expositor que en el mes de febrero los salarios nominales registraron un leve descenso en sus tasas de crecimiento anual, estimándose que su evolución sigue estando acorde con las cláusulas habituales de indexación. Señala que el costo de la mano de obra, CMO, creció 6,6% anual, 6,7% en enero, y su velocidad de expansión descendió en el margen. Por su parte, el índice de remuneraciones aumentó 8,7% anual, 8,8% en enero, y presentó un incremento en su velocidad de expansión. Sin perjuicio de lo anterior, la tasa de crecimiento anual y la velocidad de expansión de los CLU aumentaron en febrero. Agrega que el mayor incremento de los CLU, 8,6% versus 8,1% en enero, se asoció principalmente al aumento del empleo asalariado y al incluir el empleo por cuenta propia, los CLU crecieron a una tasa anual de 5,2%; 0,5 puntos porcentuales menos que en enero.

Señala el señor Gerente, que en este contexto las expectativas de mercado respecto de la Tasa de Política Monetaria derivadas de la curva *forward* y las tasas *swap*, apuntan a que la instancia monetaria se mantendrá y que a lo más se producirá una nueva alza de 25 puntos base en los próximos doce meses. En cambio, señala el expositor que la Encuesta de Expectativas Económicas prevé que a fines de este año, la Tasa de Política Monetaria sería 25 puntos base menor que su nivel actual y, a dos años plazo, inferior en 50 puntos base.

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

En relación a lo señalado por el Gerente de Análisis Macroeconómico Interino, en el sentido que por el lado de la demanda existe un aumento en el margen de la velocidad del indicador coincidente de consumo, pero que esta situación puede estar influida por efecto de la existencia de un día hábil más en el calendario, consulta el Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco a qué se refiere el indicador coincidente de consumo.

El Gerente de Análisis Macroeconómico Interino señor Claudio Soto señala que es un indicador que agrupa varias líneas de ventas industriales del índice de ventas de bienes de consumo del INE y algunas líneas del índice de producción. Agrega que con ellas se construye lo que se denomina el indicador coincidente de consumo que en general, entrega una buena información del dato de Cuentas Nacionales de comercio trimestre a trimestre.

El Consejero señor Manuel Marfán consulta si el referido índice de bienes durables incluye automóviles. El señor Claudio Soto, respondiendo al señor Consejero, señala que efectivamente ese índice incluye dicha información y sobre el particular, agrega que las importaciones continúan en niveles elevados tanto en bienes de consumo como en bienes de capital.

Por otra parte, el señor Ministro de Hacienda consulta cuáles bienes de capital se consideran grandes componentes de la producción doméstica. El Gerente Interino señor Claudio Soto indica que se trata básicamente de productos relacionados con minería. El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux agrega que también en estos datos hay bienes de capital relacionados con la agricultura.





En cuanto al ejercicio presentado por el Gerente de Análisis Macroeconómico Interino señor Claudio Soto, en que por un lado se muestra un escenario en que el precio del pan no sigue subiendo y otro donde el precio de dicho producto sube, probablemente por efecto de un alza del precio del trigo, el señor Ministro de Hacienda consulta cuál es la historia que está detrás de este fenómeno, ya que ello pareciera no tener explicación basada en alzas producidas por la importación de harina desde Argentina.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García señala que existen dos aspectos que deben considerarse. El primero de ellos es que el supuesto que se hace para los próximos seis meses, que corresponde al ejercicio del *IPoM*, considera la dinámica de precios internacionales más generales de cómo ese aspecto afecta a la inflación subyacente y dentro de ello están los precios de commodities, incluyendo los alimentos. Agrega que la evolución de mediano plazo depende más bien del conjunto de precios internacionales que solamente del trigo. Por su parte, menciona que en el corto plazo le parece razonable observar si el aumento que tuvo el precio del trigo en el mundo se traspasó inmediatamente y en su totalidad al precio del pan en Chile, o si queda eventualmente algún remanente. El otro aspecto a considerar es de qué manera se organiza ese sector y si es suficientemente flexible para permitir reducciones de esa magnitud en el precio del trigo o si se podría producir con un rezago algo mayor.

El Ministro señor Velasco menciona a lo señalado por el Gerente de División Estudios que habría que agregar un elemento adicional, que consiste en los efectos del precio del trigo producido en Chile, que es el principal insumo para el pan producido en el país, como sustituto muy importante del trigo proveniente del extranjero que no es muy transable, por lo cual estima que al menos existe un problema de rezago en la información.

Agrega el señor Ministro, que habría que hacer un mea culpa en ese sentido, ya que se trata de un sector que aún cuesta entender en cuanto a su funcionamiento.

El Consejero señor Manuel Marfán sobre el mismo tema, menciona que el trigo chileno que es el que se utiliza fundamentalmente para producir el pan chileno, no es el más apropiado para venderlo internacionalmente, y que el trigo que se transa en el resto del mundo y especialmente en Argentina, no es bueno para producir el pan chileno. Por consiguiente, concluye el Consejero señor Marfán que este fenómeno actúa para ambos lados. Agrega, que para mantener una misma calidad en la producción del pan se importa trigo de Egipto, de Estados Unidos de América o de otras partes que no estén afectadas por pestes.

El Ministro señor Andrés Velasco, respecto al tema de la poca transabilidad del trigo, comenta que no podría imaginar un escenario en el que se importa harina fina en cantidades mayores que las actuales, lo que lo lleva a formularse la pregunta de qué es lo que pasa con el trigo chileno y por ello, la explicación que ha formulado el Consejero señor Marfán es la correcta, es decir, históricamente no hemos exportado ese producto por razones obvias y somos un importador neto. Sin embargo, en ese escenario habría incentivos para importar y la pregunta en esta situación es si habría incentivo para que alguien comprara y cree que la respuesta parece no ser fácil.

W



El Gerente de Análisis Macroeconómico Interino comenta que en la evolución del precio de la tarifa eléctrica con respecto al mes de febrero, hubo una sorpresa al alza con mayor indexación, pero también se produjo el efecto del subsidio de esas tarifas. Agrega que se tiene la incertidumbre de cuándo este subsidio entraría a regir y que en el Informe se está considerando que no operará este mes, pero que podría estar operando hacia futuro y eso explicaría un cambio a nivel de precios hacia la baja, que después continuaría con la trayectoria de indexaciones que se tiene contemplada hacia delante.

El señor Ministro de Hacienda consulta si el subsidio a que se refiere el Gerente de Análisis Macroeconómico, es aquel que se gatilla cuando el aumento en las cuentas es mayor a 5% y que tiene un mes de rezago. El señor Gerente responde que efectivamente se refiere a dicho subsidio, en cuanto a la forma en que evolucionará hacia futuro.

El Gerente de Análisis Macroeconómico Interino comenta que respecto a las verduras frescas, el gráfico que presenta muestra que los precios relativos están implícitos en la proyección de perecibles. Agrega que lo que se tiene como supuesto es que la evolución de este precio relativo es coherente con el precio que hubo en el año 1999, época en la cual se produjo otro *shock* importante.

El Presidente señor De Gregorio comenta que hace algunos meses para el *IPoM* anterior, se suponía algo más intermedio en el nivel de precios relativos, y que en cambio ahora pareciera que el escenario es aún peor.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García señala que el año 1999 fue un año de inflación bastante baja y el hecho de ajustar el precio relativo al nivel del de ese año es algo bastante extremo.

El Consejero señor Manuel Marfán, sobre el mismo tema, recuerda que el año 1999 fue un año de recesión, en que la demanda interna venía cayendo fuertemente a contar del año 1998.

El Consejero señor Enrique Marshall en relación al mercado laboral, en que se ha señalado que no hay cambios en materia de holguras, consulta cuál sería la apreciación respecto a la magnitud de estas holguras. Agrega, que vincula ese tema con el crecimiento de los salarios, en el sentido que existe la apreciación de que éstos no estarían creciendo más allá de los mecanismos habituales de indexación. En cuanto a este tema, indica que quisiera recibir algún comentario respecto de cuál es la apreciación que se tiene del mercado laboral.

El Gerente de Análisis Macroeconómico Interino señor Claudio Soto sobre la consulta del Consejero señor Marshall, indica que la estimación que tiene el *staff* para la tasa actual de desempleo NAIRU, es que no genera presiones inflacionarias y que está ubicada actualmente dentro de ese rango de estimaciones. Agrega que estuvo por debajo de ese rango cuando llegó alrededor de 7%, pero ahora está en torno a 8%, es decir, dentro del rango.

4



El Consejero señor Enrique Marshall, en relación al tema del desempleo, comenta que lo que se ha estado observando es un mayor crecimiento de la fuerza de trabajo, lo que está compensando la caída de los ingresos reales. Le parece que es un tema que debe continuar monitoreándose.

El Gerente de División Estudios, señor Pablo García, en relación al gráfico sobre Estrechez del Mercado Laboral, señala que éste cuando sube está más estrecho generando más presiones, en cambio cuando baja está más holgado y genera menos presiones. Agrega que en dicho gráfico se muestra que entre el período 2005 y principios de 2007, el desempleo baja fuertemente y que también subieron las vacantes, pero eso no ha continuado, sino que más bien existe un apaciguamiento de ese proceso, pero con niveles hoy día que no mostrarían grandes holguras. Le parece que los niveles de desempleo no indican que se esté con grandes holguras laborales.

El Presidente, señor José De Gregorio, suspende la Sesión a las 12:30 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° 121.

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. Adicionalmente, señala el Gerente de División Estudios que al igual que en febrero, el Consejo estimó que no se podía descartar un ajuste adicional de la Tasa de Política Monetaria, el que dependería de la información acumulada, en particular el desarrollo del escenario internacional, las implicancias desinflacionarias de la apreciación cambiaria reciente y el grado de propagación de los *shocks* de oferta a otros precios.

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

- 1.- En el ámbito internacional, los indicadores reales sugieren fuertemente que Estados Unidos de América está ya, o prontamente va a entrar en recesión. La situación financiera se mantiene incierta, pero algo menos frágil que hace un mes atrás, contribuyendo a ello las medidas tomadas por los principales Bancos Centrales. Menciona que, no obstante, la persistencia de condiciones crediticias estrechas haría que la recuperación de la economía estadounidense sea más lenta de lo anticipado. Agrega, que el debilitamiento del dólar, no ha proseguido.
- 2.- Señala también que en el resto de las economías desarrolladas, se siguen observando en el margen signos de debilitamiento económico, mientras que las perspectivas para las economías emergentes se han ajustado algo a la baja a pesar de los elevados precios de las materias primas.



- 3.- Indica que en el caso de Chile, el foco de atención estuvo en el registro inflacionario de marzo, el que sorprendió con varias décimas de incremento por debajo de la expectativa de consenso. Agrega el señor García que la lectura de este registro da cuenta que la propagación de los *shocks* de oferta a otros precios no estaría siendo mayor a la histórica, y quizá menor a la supuesta en enero, pero con *shocks* adicionales de precios de alimentos perecibles y no perecibles.
- 4.- Indica el señor García que el peso se ha mantenido apreciado, en un contexto de elevada inflación internacional producto de los aumentos de los registros inflacionarios en buena parte del mundo.
- 5.- Señala el señor García que el mercado no sobrerreaccionó de manera significativa ante la sorpresa inflacionaria de marzo, por lo que las compensaciones inflacionarias, aunque algo descendieron, se mantienen elevadas. Asimismo, menciona que las medidas de expectativas de inflación no difieren mucho de las observadas hace un mes atrás.
- 6.- Señala también el señor García, que en términos de actividad económica, se consolida el panorama de actividad evaluado en las últimas dos Reuniones de Política Monetaria. El crecimiento en febrero estuvo por sobre lo previsto, pero no por una magnitud relevante que motive revisión de proyecciones para el corto plazo, con relación a lo considerado el mes pasado. La demanda interna, en particular la inversión, sigue creciendo a tasas elevadas.
- 7.- Comenta el señor García que, congruentemente con la interpretación del mercado de las implicancias de la sorpresa de marzo, las expectativas privadas para la Tasa de Política Monetaria se han reducido, volviendo a un escenario similar al de febrero con, a lo más, un alza adicional de la Tasa de Política Monetaria.
- 8.- Señala 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 un incremento de la Tasa de Política Monetaria de 25 puntos base o su mantención en el nivel actual. Agrega, que debido a los niveles de incertidumbre respecto de la evolución de la inflación que se mantiene para los próximos trimestres, lo que de hecho motiva la presentación de distintos escenarios de inflación, la decisión de política depende en esta ocasión de cómo se ponderen los antecedentes que informan este conjunto de proyecciones.

Hace presente el señor García que en primer lugar, está la cuestión del nuevo *shock* de oferta en la inflación de alimentos no perecibles. Agrega que existe incertidumbre respecto de la persistencia de estos precios, en especial por las dudas de cuál es el origen del *shock* actual: reflejo de aumentos pasados de los precios externos o respuesta a aumentos más recientes. Indica que la lectura de ambas explicaciones tiene implicancias distintas, pues en el primer caso es posible que la persistencia sea mayor e incluso aún, quede algo por traspasarse, mientras que en el segundo caso es posible que se produzca una reversión futura rápida, considerando la fuerte y significativa caída reciente del precio del trigo en los mercados internacionales. Manifiesta el señor García que las trayectorias de persistencia o reversión en estos precios pueden incidir hasta en medio punto porcentual en la inflación del IPC a seis meses plazo.

Indica el señor García que, en segundo lugar, está el impacto de la apreciación cambiaria sobre la dinámica inflacionaria subyacente. Hace presente también que dados los coeficientes habituales de traspaso, una apreciación real de 6% debiese incidir en algo menos de medio punto de menor inflación a seis meses plazo. Comenta que si la apreciación es sólo



nominal, debiese observarse solo un efecto en el precio de los combustibles, *ceteris paribus* el precio del petróleo. Es decir, una u otra incidencia puede afectar también en orden de medio punto la trayectoria inflacionaria.

En tercer lugar, menciona el señor García que en enero se supuso que la propagación de los *shocks* de oferta pasados iba a ser algo mayor que la histórica. Menciona que en la práctica esta propagación mayor no se ha materializado hasta el mes de marzo, por lo que de volver ella a patrones históricos, podría incidir en algunas décimas adicionales de menor inflación.

En síntesis, señala que si se toma solo una perspectiva de corto plazo, anclándose en la decisión de marzo y observando solo las noticias coyunturales, en particular el menor IPC del mes de marzo, respecto de lo previsto y la menor propagación, resulta razonable argumentar que la opción de mantener la Tasa de Política Monetaria tiene más peso ahora que en la reunión del mes de marzo. Agrega el señor García que si por el contrario se analiza con mayor detalle la dinámica de precios individuales que mostró la inflación en dicho mes, y en especial la repetición de algunos de los *shocks* de oferta de 2007, se puede argumentar que los riesgos inflacionarios aún siguen presentes.

Comenta el señor Gerente de División Estudios, que además de estas incertidumbres respecto de la evolución de la inflación en el corto plazo, siguen estando presente como consideraciones, la apreciación real del peso y su efecto desinflacionario, y el disímil comportamiento de las expectativas de inflación, con compensaciones que siguen elevadas y encuestas que indican una convergencia gradual al 3%.

Por otro lado, menciona el Gerente de División Estudios que en esta ocasión se dispone de una primera visión de proyecciones de mediano plazo que puede informar el juicio del Consejo del Banco. De lo presentado en la primera reunión de coordinación, se puede deducir que, de acuerdo a la opinión del *staff*, el escenario de crecimiento se ha corregido a la baja, pero con implicancias menores en la brecha de producto en el corto plazo debido a una revisión del PIB de tendencia, debido al mayor costo de la energía, un menor crecimiento en 2009 por la debilidad del mundo, una trayectoria inflacionaria algo mayor a la considerada, en grados que dependen de las incertidumbres mencionadas anteriormente, y una trayectoria de la Tasa de Política Monetaria ligeramente por encima en plazos cortos y ligeramente por abajo en plazos más largos.

Como es habitual, comenta que consideraciones comunicacionales pueden llevar en esta ocasión a ponderar de diversa forma las alternativas planteadas. Indica que a diferencia del mes pasado, el mercado no se encuentra inusualmente dividido con respecto a la decisión de política, esperando una mayoría la mantención de la Tasa de Política Monetaria. En ese sentido, estima que un incremento posiblemente provoque algún grado de sorpresa y ajuste en los precios de los activos financieros. En caso que se considere que el escenario de mayor inflación contenido en los antecedentes es el más probable, es difícil no argumentar por un aumento en la Tasa de Política Monetaria en esta ocasión.

Agrega el señor García que con relación a la mantención o eliminación del sesgo, los antecedentes para esta decisión son varios. En primer lugar, señala que la mantención de un sesgo puede sugerir un diagnóstico de política de bastante convicción respecto a la pertinencia de un aumento adicional de la Tasa de Política Monetaria, a pesar de estar ad portas de un nuevo *IPoM* y de no disponer internamente de un diagnóstico completo respecto de las perspectivas inflacionarias. Asimismo, agrega que en segundo lugar, el mantener un sesgo por tercera Reunión de Política Monetaria consecutiva, puede desvirtuar su rol de instrumento comunicacional, debilitando su potencia en caso que se utilice nuevamente



en el futuro. Finalmente, comenta que la decisión de eliminar el sesgo es probablemente muy fácil si se opta por un aumento de la Tasa de Política Monetaria en vez de su mantención.

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 Gerente de Investigación Económica, señor Klaus Schmidt-Hebbel, señala que en el *World Economic Outlook* publicado ayer, el Fondo Monetario Internacional presenta un panorama sombrío para las perspectivas mundiales en 2008-2009, con un escenario central basado en una recesión presente en Estados Unidos de América y una economía mundial de bajo crecimiento. El informe asigna además, un 25% de probabilidad a un escenario alternativo de recesión mundial, definida como coherente con una tasa de crecimiento mundial inferior al 3%.

Manifiesta el señor Gerente, que ello representa una masiva corrección hacia abajo en la proyección central de la actividad mundial, con masivas correcciones hacia arriba de los momentos segundo, tercero y cuarto de la distribución de la proyección. Agrega que el texto del Informe se puede interpretar como un aumento particularmente severo del tercer momento de la distribución de la proyección del crecimiento mundial – reflejando un severo sesgo a la baja –, basado en que ésta se califica como la peor crisis financiera de Estados Unidos de América y mundial desde los años 30, “que está infligiendo un daño mayor a los mercados e instituciones que están al centro del sistema financiero”.

Por otra parte, el Gerente de Investigación Económica señala que más aún, el Fondo Monetario Internacional afirma que las pérdidas sufridas por las instituciones financieras provocadas por la crisis de crédito pueden llegar a US\$ 1 billón o bastante más, dependiendo de la continuación del apretón crediticio y de las insolvencias de instituciones financieras. Por otro lado, manifiesta que, finalmente, el Fondo Monetario Internacional invita a los países influyentes a perfeccionar sus planes de contingencia ante el tercer momento tan elevado, tarea en la cual avanzarán los Ministros de Hacienda del G-7 durante este fin de semana.

Menciona el Gerente de Investigación Económica que en suma, el Fondo Monetario Internacional ha convergido a una posición mucho más cercana a considerar la insolvencia de *Bear Stearns* como la punta del iceberg de la crisis financiera internacional, en vez de constituir el “*turning point*” de la crisis, como lo calificó *Stan Fischer* hace una semana atrás. Agregó que como una ironía de la historia, con esta visión el Fondo Monetario Internacional arrancó por primera vez en su historia aplausos de *Joe Stiglitz*, hace tres horas atrás, quien a su vez debiera ser congratulado por decir algo razonable en más de una década.

Por otra parte, manifiesta el señor Gerente que para el mundo en desarrollo en general, y para Chile en particular, el *de-coupling* real es, hasta la fecha, una mera hipótesis; en su opinión, de baja probabilidad de ocurrencia. Agrega que el contagio financiero ya se está viviendo en la bolsa interna, en los premios soberanos y en las altas tasas en dólares *on-shore*.

Indica el señor Gerente de Investigación Económica, que en contraste con las novedades financieras, las proyecciones 2008-2009 para el precio del cobre se corrigen al alza en un 10% respecto de la última Reunión de Política Monetaria, con los consiguientes efectos sobre la cuenta corriente, la posición financiera del sector público, el gasto público de mediano plazo y el tipo de cambio real.



Agrega el señor Klaus Schmidt-Hebbel que las implicancias para Chile del deteriorado panorama real y financiero mundial son obvias, aunque dicho panorama aún no se condice con las más recientes novedades en materia de precios de materias primas. Para el mediano plazo, el sombrío panorama mundial tiene implicancias económicas análogas para Chile: menor crecimiento, mayores probabilidades de escenarios alternativos más negativos aún y, a la larga, menores términos de intercambio.

Hace presente el señor Gerente que en la economía doméstica persisten las presiones inflacionarias y sus reverberaciones financieras, no obstante que el registro del IPC de marzo fue inferior a lo esperado. Comenta también, que continúan los aumentos inesperados en precios de alimentos perecibles y no perecibles, cuya persistencia lleva a proyectar una tasa de inflación en torno a 6% hacia septiembre de este año, tanto del IPC como de las medidas subyacentes. Agrega que las proyecciones de inflación basadas en modelos alternativos se corrigen muy significativamente al alza, llegando a valores -en 12 meses- de entre 6% y 9% hacia septiembre de este año.

Agrega el Gerente señor Klaus Schmidt-Hebbel que, por otro lado, en los mercados financieros siguen al alza las compensaciones inflacionarias en los plazos relevantes. La *forward* 1 en 1 ha llegado a 4,43% y la *forward* 3 en 2 a 4,40%. Es decir, en el horizonte de política "en torno a dos años", la compensación inflacionaria excede en 140 puntos base a la meta de inflación del Banco Central. Aunque parte de estos aumentos se debe a incrementos en premios por volatilidad de inflación, en otra parte es probable que refleje genuinos incrementos en expectativas de inflación de mediano plazo, por encima del 3%.

Hace presente el Gerente de Investigación Económica señor Klaus Schmidt-Hebbel, que son absolutamente contrapuestas las implicancias para la política monetaria de las deterioradas perspectivas reales para la economía mundial y chilena, con las implicancias del incremento y de la mayor persistencia de los registros inflacionarios y de las compensaciones inflacionarias domésticas. Agrega que, como aproximación de primer orden, llevan a incrementar el rango posible de respuestas de política, es decir, elevan el segundo momento de la decisión óptima, incrementando por ende el valor de espera.

Finalmente, el señor Gerente de Investigación Económica señala que en congruencia con lo anterior, reitera literalmente su recomendación presentada al Consejo hace un mes, en el sentido de mantener la Tasa de Política Monetaria, sin imponer sesgo alguno. Menciona que ello permite abrir la puerta a decisiones futuras de política monetaria más expansiva, en el caso de confirmarse el escenario internacional y nacional más adverso o, alternativamente, adoptar una política más contractiva, en el caso de un incremento adicional en presiones inflacionarias y expectativas de inflación.

El Presidente ofrece la palabra al Ministro de Hacienda, señor Andrés Velasco Brañes.

El señor Ministro de Hacienda indica que, a riesgo de omitir argumentos, un resumen escueto de lo tratado en la última Reunión de Política Monetaria sería el siguiente: en esa reunión se esperaba que llegara mayor información respecto a dos hechos absolutamente cruciales, que son la persistencia de la apreciación del peso, la actividad mundial y los riesgos de una debacle de la actividad en otros países, particularmente en Estados Unidos de América. Menciona el señor Ministro de Hacienda que en relación a estos dos puntos, hoy en día efectivamente se tiene mayor información. La apreciación del peso ha sido bastante duradera, y, en segundo lugar, y como lo señaló en su oportunidad el Gerente de Investigación



Económica señor Klaus Schmidt-Hebbel en forma detallada y sin ahondar en mayores consideraciones, prácticamente todas las innovaciones en materia de información en los últimos treinta días, respecto a los alcances de la crisis financiera en Estados Unidos de América y en el resto del mundo, no son muy buenas.

Agrega el señor Ministro de Hacienda que se cuenta con un escenario claramente peor que el que había hace treinta días en materia de actividad. En relación a lo anterior, manifiesta el señor Ministro que si en ese momento la decisión del Consejo del Banco Central de Chile fue mantener la tasa a la espera de esta información, con estos antecedentes adicionales, le parece que la decisión adecuada es precisamente la misma, esto es, continuar con la misma tasa vigente en la actualidad.

Finalmente, señala que por añadidura, le parece que para mantener abiertas las distintas opciones, en un panorama de gran incertidumbre tanto internacional como en menor medida nacional, tendría sentido eliminar el sesgo, dejando así al Banco Central con un abanico de opciones abiertas para proceder como estime pertinente en el futuro.

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 en el mes de marzo, la inflación fue significativamente menor a lo proyectado. En general, los datos de inflación del primer semestre son similares a los proyectados a comienzos de año, lo que muestra que la inflación se ha trasladado a otros precios de acuerdo a mecanismos históricos. Indica el señor Consejero que la buena noticia es que los mecanismos de indexación no han sido tan altos como en algún momento se supuso. Agrega que las perspectivas de la inflación en el corto plazo, primer semestre, son auspiciosas, especialmente por la existencia de efectos puntuales sobre el nivel de precios de algunos bienes. Las perspectivas de mediano plazo no han variado respecto de nuestros análisis en el *IPoM* y las expectativas de inflación de mediano plazo por parte del mercado se han mantenido estables y altas, lo que continúa siendo una voz de alerta, especialmente por su persistencia.

Comenta el señor Consejero que la actividad interna para el año 2008 continúa en línea con la estimación anterior. Señala que por una parte, la baja actividad del primer semestre debiera revertirse en parte, en la segunda mitad del año y, por otro lado, parte importante de la menor actividad continúa debiéndose a factores de oferta que no sugieren la presencia de mayores holguras. Por el contrario, señala que la demanda interna continúa dinámica, así como el crédito y el dinero. Indica el Consejero señor Claro que no se puede descartar que las altas y persistentes expectativas de inflación en el mediano plazo estén reflejando perspectivas de inflación de demanda, lo que, en su opinión, debe ser monitoreado con especial cuidado.

Manifiesta el señor Consejero que algunas turbulencias internacionales han tendido a decantar, y que existe mayor claridad respecto que Estados Unidos de América tendrá una baja actividad el 2008, especialmente en el primer semestre. Las proyecciones para el 2008 en el resto del mundo muestran un menor crecimiento, pero cierto grado de desacople respecto de la evolución de la economía norteamericana. Menciona que las dudas están más bien relacionadas con la velocidad de recuperación en Estados Unidos de América y con el crecimiento y demanda mundiales el año 2009. Indica el Consejero señor Claro, que las estimaciones sugieren un menor crecimiento mundial el año 2009, para recuperarse recién el año 2010. Agrega que sigue existiendo, sin embargo, una alta incertidumbre respecto de los mecanismos a través de los cuales la menor actividad mundial golpeará a los países en





desarrollo y a Chile en particular. En su opinión, las mayores interrogantes para el futuro se refieren a la evolución de precios de los *commodities*, al costo de acceso a los mercados financieros internacionales, y a la velocidad de corrección de las primas de riesgo de los distintos activos financieros.

Comenta el Consejero señor Claro que, por otro lado, ya es evidente el aumento en la inflación internacional, y es esperable que ésta continúe acelerándose, salvo que la actividad mundial sufra una caída importante. Señala que desde la perspectiva del Banco Central de Chile, es crucial distinguir en qué medida la apreciación cambiaria refleja esta mayor inflación internacional, o efectivamente es signo de presiones a la apreciación real.

En consecuencia, su impresión general es que la dinámica inflacionaria no ha cambiado significativamente respecto del análisis en los últimos meses y que los riesgos continúan siendo importantes. Indica que, en consecuencia, su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria en 6,25% y esperar que el ejercicio del próximo *IPoM* entregue una idea más elaborada de las perspectivas de inflación en el mediano plazo. Señala el Consejero señor Claro, que más allá del sesgo que contenga el Comunicado, el Banco Central de Chile deberá preocuparse de reafirmar su compromiso antiinflacionario en los próximos meses.

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

Señala el señor Consejero que las noticias del último mes confirman la complejidad y los crecientes riesgos del escenario macro que enfrentamos. En el frente externo, las proyecciones de crecimiento mundial se han ajustado significativamente a la baja y, en el caso de Estados Unidos de América con particular intensidad, donde ya se visualiza una recesión en el escenario más probable. Indica que el Informe del Fondo Monetario Internacional reafirma este sombrío panorama. Por otra parte, indica, la crisis financiera se ha extendido en el tiempo y sus potenciales efectos sobre la economía siguen siendo materia de preocupación. Señala el Consejero señor Marshall que, a lo anterior, habría que agregar que la probabilidad de un deterioro aún más severo y prolongado del escenario externo ha aumentado. Los precios de los recursos naturales se mantienen en niveles muy altos, incluso algunos de ellos han vuelto a subir, y por el momento no se ven afectados por las noticias de actividad ni por las turbulencias financieras. Con ello, la preocupación por la inflación se ha generalizado.

Comenta el señor Consejero que en el frente interno la complejidad no es menor por la concurrencia simultánea de una alta inflación, un desempeño de la actividad más bien débil y una significativa apreciación del peso. En los mercados monetario y crediticio se mantienen las tendencias de meses anteriores y no se identifican mayores novedades. Indica que tampoco se han observado cambios relevantes en el mercado de renta fija. Agrega que la apreciación del peso se ha tornado persistente, con fluctuaciones dentro de un rango que denota, en todo caso, una desviación significativa respecto de niveles congruentes con sus fundamentos de largo plazo. La actividad interna, más allá de cifras puntuales, se desacelera, incluso algo más de lo previsto a principios de año, en buena medida por factores de oferta. Indica el Consejero señor Marshall que el mercado laboral no presenta cambios relevantes, manteniéndose un crecimiento importante del empleo, una tasa de desocupación que se muestra estable, y una fuerza de trabajo que crece en forma apreciable.

Comenta el Consejero señor Enrique Marshall que la inflación sigue siendo una materia de alta preocupación. El registro del último mes sorprendió a la baja en algunas décimas, pero la inflación anual se mantiene alta, de acuerdo a lo previsto con anterioridad. La propagación de la inflación hasta ahora ha sido moderada, considerando la magnitud del *shock*



inflacionario. En cuanto a los salarios, específicamente, el Consejero señor Marshall señala que crecen a un ritmo congruente con mecanismos de indexación habituales. Sin embargo, el panorama inflacionario de corto plazo contiene incertidumbres. Las proyecciones confirman la convergencia hacia el rango meta, pero existen factores que podrían afectar la velocidad de este proceso.

En cuanto a las compensaciones inflacionarias, indica el Consejero señor Marshall que éstas se mantienen relativamente altas, afectadas por cambios en las preferencias de los inversionistas en un entorno donde los riesgos han aumentado. Comenta que la Encuesta de Expectativas muestra ajustes marginales, pero siempre un adecuado anclaje.

Manifiesta también que las expectativas de movimientos en la Tasa de Política Monetaria se moderan respecto del mes anterior y se ubican en un rango más bien neutral, que va desde una baja de 25 puntos base hasta un alza de similar magnitud. Todo ello en el curso de este año.

Comenta el señor Consejero que el cuadro que se presenta es complejo y está marcado por bastante incertidumbre. Por un lado, se identifican factores como la apreciación cambiaria, el débil desempeño de la actividad, y la rebaja del impuesto a los combustibles, que apoyan efectivamente la convergencia de la inflación. Por otro, los nuevos incrementos de precios, especialmente en el rubro alimentos, apuntan en la dirección contraria. A ello habría que agregar los riesgos para la trayectoria inflacionaria, como son el desenvolvimiento de la crisis financiera internacional y su impacto sobre la actividad mundial, los eventuales efectos de la sequía, y la posibilidad de una propagación de la inflación hacia delante mayor que la observada hasta ahora. Agrega, que después de ponderar todos estos elementos, se inclina por mantener la tasa en su actual nivel. Indica que le parece que la perspectiva de una convergencia inflacionaria en el horizonte de política tiene suficientes fundamentos y reconoce que existen riesgos con distintas implicancias para la inflación, pero que cualquier otra opción de política presenta riesgos mayores.

Manifiesta que el mercado espera que la Tasa de Política Monetaria no sufra modificaciones en esta Reunión y le parece que no se justificaría sorprenderlo con una decisión distinta. Indica que las condiciones que se enfrentan exigen contar con flexibilidad para introducir cambios en la orientación de la política monetaria. Por lo demás, la propia decisión de mantener la tasa por tercer mes consecutivo refuerza la conveniencia de eliminar dicho sesgo.

En consecuencia, señala el Consejero señor Marshall que su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria en 6,25% y que se inclina por eliminar el sesgo y dejar abiertas las opciones de política hacia delante.

El Consejero señor Manuel Marfán agradece una vez más al *staff* por todo el esfuerzo realizado en la preparación de esta Reunión y en particular, el acierto, una vez más, en la Minuta de Opciones. Incluso más, indica que quiere incorporar a su voto los primeros ocho párrafos de esa Minuta de Opciones, la que plantea el dilema entre subir o mantener la Tasa de Política Monetaria, los que en consecuencia, da por expresamente reproducidos.

Indica el señor Consejero que para dirimir entre esas dos alternativas apelará a tres argumentos. Primero, como lo ha señalado en varias Reuniones de Política Monetaria previas a ésta, a su juicio el tipo de cambio real está desalineado de sus fundamentos de largo plazo y ese desalineamiento sigue profundizándose. En su opinión, debe considerarse que las



políticas de estabilización, cuando han coincidido con desalineamientos cambiarios pronunciados, no han tenido efectos permanentes ni en Chile ni en otras economías. Por ello, profundizar el efecto estabilizador a costa de exacerbar otros desequilibrios macroeconómicos, está fuera de lo que a su juicio es razonable. Indica que por el contrario, el papel de la política monetaria es acercar la economía, lo más rápidamente posible, a su equilibrio estacionario del que forma parte una inflación equivalente a la meta. Señala el Consejero señor Marfán que acercar la inflación a su nivel meta, a costa de alejar alguna otra variable de su equilibrio estacionario, es incoherente con los objetivos permanentes de la política monetaria, por lo que a su juicio, el esfuerzo antiinflacionario debe hacerse de manera duradera sin exacerbar otros desequilibrios peligrosos. Señala el Consejero señor Manuel Marfán que una reversión brusca de esos desequilibrios puede generar efectos inflacionarios y contractivos serios en el futuro. Agrega que lo que acaba de decir está publicado en la Minuta del mes anterior y está leyendo prácticamente textual de ella.

En segundo lugar, quiere enfatizar que las decisiones de política monetaria, en todas las economías, pero especialmente en Chile, deben considerar el contexto internacional concomitante y sus principales riesgos. Menciona que no es lo mismo frente al mismo tipo de estímulos, inflacionario y de actividad, tomar una decisión respecto de la Tasa de Política Monetaria cualquiera que ésta sea, que tomar la misma decisión en un momento en que el resto del mundo está cambiando sus políticas monetarias en una dirección inequívoca. En consecuencia, cree que considerar el contexto internacional o darle una mayor ponderación en nuestra decisión, igualmente es un elemento importante, lo cual ha señalado en otras oportunidades.

En tercer lugar, señala el Consejero señor Marfán y que es también un argumento que ha desarrollado en otras ocasiones, ante tanta incertidumbre la proximidad del *IPoM* permitirá poder definir y aproximarse de mejor manera a un buen diagnóstico con todos los antecedentes que se han venido acumulando desde el *IPoM* anterior y por lo tanto, considerando estos tres elementos, cree que la balanza se inclina, claramente, a mantener la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual de 6,25%, eliminando el sesgo de política hacia delante.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux agradece el valioso trabajo de la Gerencia de División Estudios en la preparación de los antecedentes para esta Reunión.

Señala el señor Vicepresidente que en la Reunión del mes de marzo de este año, se destacó la incertidumbre que rodeaba los acontecimientos, tanto externos como internos, que son relevantes para la Política Monetaria, y que gran parte de esa incertidumbre sigue presente en la Reunión de hoy.

Indica que en el plano externo, las proyecciones de crecimiento más reciente, incluyendo aquéllas del Fondo Monetario Internacional mencionadas por el Gerente de Investigación Económica señor Klaus Schmidt-Hebbel, apuntan a una debilidad más prolongada de la economía de los Estados Unidos de América, la que en los hechos ya se encontraría en recesión, desarrollo que tendrá, sin duda, un impacto mayor al previsto también en el crecimiento de la economía global.

Señala el Vicepresidente señor Desormeaux que la situación en los mercados financieros internacionales sigue siendo delicada y diversos indicadores siguen dando cuenta de una importante iliquidez y de un incremento significativo en la aversión al riesgo. Sin embargo, los programas de provisión de liquidez de la Reserva Federal y otros bancos centrales han atenuado los riesgos de escenarios más extremos, como una implosión del



sistema financiero en los Estados Unidos de América, por ejemplo. Indica que el dólar de los Estados Unidos de América ha continuado depreciándose multilateralmente como parte del ajuste necesario en sus cuentas externas. Agrega que la contrapartida de ello ha sido una apreciación adicional en las monedas del resto del mundo, incluido el peso chileno.

Comenta que en el plano interno la actividad experimenta un repunte en el mes de febrero, explicado en gran medida por la existencia de un día hábil adicional. De este modo, el panorama de menor dinamismo de la actividad que se preveía en la Reunión de Política Monetaria de febrero, esencialmente debido a los efectos de la sequía en la agricultura y en la generación eléctrica, continúa vigente.

Señala el señor Vicepresidente que al igual que hace un mes, los indicadores de demanda siguen dando cuenta de un alto dinamismo, especialmente en el plano de la inversión, mientras el consumo muestra una desaceleración en el margen.

Manifiesta que en el plano inflacionario, la inflación del mes de marzo fue varias décimas inferior a lo proyectado por el mercado. Una interpretación plausible y legítima de este resultado es que la propagación de los *shocks* de oferta no estaría siendo superior a la histórica. Sin embargo, menciona que un desarrollo que preocupa es el nuevo incremento que han experimentado algunos precios de alimentos, como el pan y el arroz. Indica el Vicepresidente señor Desormeaux que la persistencia de estos nuevos *shocks* es incierta, pero que la reciente caída en el precio internacional del trigo, un insumo importante en el precio del pan, abre la posibilidad de que este *shock* sea de naturaleza transitoria.

Comenta el señor Vicepresidente, que el peso se ha mantenido en niveles apreciados sin que ello se traduzca en un efecto desinflacionario significativo hasta el momento. Detrás de ello estima que puede estar también el aumento de la inflación externa en dólares.

Señala el Vicepresidente señor Desormeaux que la sorpresa inflacionaria de marzo tuvo efectos visibles sobre los diversos indicadores de expectativas de inflación. Mientras las compensaciones inflacionarias se mantuvieron esencialmente estables, las expectativas de inflación recogidas a través de la Encuesta de Expectativas Económicas que recoge el Banco Central de Chile muestran una corrección a la baja. Del mismo modo, señala que las expectativas privadas para la Tasa de Política Monetaria derivadas de la curva *forward* y de tasas *swap* muestran una leve corrección a la baja, mientras la Encuesta de Expectativas muestra una corrección más significativa, apuntando a una Tasa de Política Monetaria 25 puntos base inferior a la actual para fines de este año y 50 puntos base inferior a dos años plazo. Indica el señor Vicepresidente, que es muy posible que la existencia de premios por riesgo esté reduciendo el valor informativo de los indicadores basados en precios de activos financieros.

Manifiesta el señor Vicepresidente que a la luz de estos antecedentes, las opciones relevantes para la decisión de hoy son las que menciona la Minuta de Opciones, un aumento de 25 puntos base y la mantención de la tasa en su nivel actual. Agrega que la decisión entre una y otra opción depende, al igual que en la Reunión anterior, de la persistencia de los factores internos y externos que impulsan la inflación futura, incluyendo los precios de los alimentos, los efectos de la sequía, la evolución de los costos laborales y también de aquellos factores que contribuyen a atenuarla, como la apreciación cambiaria, la ahora cierta desaceleración global, así como también la caída internacional del precio del trigo.

4



Menciona el señor Vicepresidente que las noticias en materia inflacionaria del mes de marzo inclinan la balanza hacia la perspectiva de una menor propagación de los *shocks* de oferta que lo estimado en enero pasado, donde se proyectó una propagación superior a la histórica.

Comenta que los riesgos para la inflación futura, en una u otra dirección siguen estando presentes. Por lo tanto, considera que la decisión más apropiada en la Reunión de hoy es la de mantener la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual, a la espera de acumular mayor información respecto a estos factores inciertos. Estima el señor Vicepresidente que es prudente eliminar también el sesgo en el Comunicado, reflejando con ello que los futuros movimientos de la Tasa de Política Monetaria dependerán de la información que se acumule, la que junto con la información que hoy se dispone, no necesariamente apunta a un ajuste al alza en el futuro.

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

El Presidente señor José De Gregorio señala que las cifras más recientes de actividad e inflación tienden a confirmar el panorama que se preveía en el *IPoM* del mes de enero. Indica que mientras la inflación converge a la meta en el horizonte de política, la actividad se ha debilitado, en concordancia con el escenario de riesgos sesgado a la baja del mes de enero. Con todo, al analizar los factores que han estado detrás de estos resultados y el contexto macroeconómico global, se observan discrepancias. Es decir, el comportamiento es similar, pero causado por un escenario que ha presentado cambios significativos.

Indica el señor Presidente que los principales elementos a considerar son: el incierto escenario externo, con un debilitamiento importante de la actividad en los Estados Unidos de América; la elevada apreciación del peso; y, el aumento del precio de las materias primas. Señala asimismo, que se está enfrentando un escenario donde las incertidumbres son mayores, pero donde además, si tuviéramos que ponerle sesgo, éste sería ciertamente hacia una menor actividad mundial, y también hace suyos los comentarios del Gerente de Investigación Económica señor Klaus Schmidt-Hebbel sobre la economía internacional. Agrega el señor Presidente que, a pesar que las turbulencias financieras en las economías desarrolladas podrían estar atenuándose por la activa provisión de liquidez de los bancos centrales de países desarrollados, el escenario financiero para las economías emergentes podría deteriorarse significativamente.

Señala el Presidente señor José De Gregorio que las noticias inflacionarias del primer trimestre, donde en promedio se han tenido sorpresas hacia una menor inflación, y las potenciales presiones a menor inflación que provienen del escenario internacional, justifican la cautela observada en las últimas Reuniones de Política Monetaria. Más aún, el señor Presidente señala que no cree que sea posible mantener un sesgo al alza, cuando genuinamente no se puede prever la dirección del próximo movimiento de tasas coherente con la meta de inflación.

Menciona el señor Presidente que respecto a las expectativas de inflación, clave en la toma de decisiones las cuales son monitoreadas con mucho cuidado, éstas no han variado de manera significativa desde la última Reunión de Política Monetaria. Indica que la Encuesta de Expectativas muestra una leve caída en el horizonte de política, mientras las compensaciones inflacionarias derivadas de los activos financieros continúan elevadas. Con todo, y habida cuenta de las primas por riesgo por liquidez y volatilidad de las proyecciones, se



puede concluir que las expectativas siguen siendo coherentes con la meta de inflación. No obstante, indica que es necesario mantener un cuidadoso monitoreo de la evolución de las expectativas, pues no se puede permitir el debilitamiento de la credibilidad sobre el compromiso antiinflacionario.

Por lo anterior, el Presidente señor José De Gregorio señala que su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual y quitar el sesgo. Agrega que ésta le parece la decisión más coherente, en esta oportunidad, con la meta de converger en dos años a 3%. Por otra parte, señala el señor Presidente que respecto del sesgo, es importante observar que éste ya se venía atenuando y la mejor opción hoy sería suprimirlo para que, tal como señala la Minuta de Opciones, no reste efectividad a una importante herramienta comunicacional.

Por lo tanto, señala el Presidente señor José De Gregorio que, por unanimidad, se mantiene la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual y se elimina el sesgo.

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

121-01-080410 – 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. han continuado debilitándose, existiendo una elevada probabilidad de que esta economía ya esté o se encuentre pronto en recesión. Además, persiste una tensión relevante en los mercados financieros internacionales y las condiciones crediticias globales se han deteriorado. Las perspectivas de crecimiento para las economías emergentes se han ajustado a la baja, a pesar de los elevados precios de las materias primas.

En lo interno, la última información confirma que la actividad económica del primer trimestre habría sido algo menos dinámica que lo previsto en el último *Informe de Política Monetaria*. Los indicadores de inversión se mantienen dinámicos, mientras los de consumo siguen dando señales de cierta desaceleración. El desempleo se ha mantenido estable.


Aunque la inflación de marzo estuvo algo por debajo de lo esperado, los registros anuales continúan elevados. Los precios de los alimentos han subido nuevamente pero se aprecia una propagación inflacionaria acotada y acorde con lo previsto. Las medidas subyacentes de inflación, incluyendo el IPCX1 (que excluye combustibles, perecibles y algunos servicios regulados), se mantienen elevadas, pero no han seguido incrementándose. Los salarios han aumentado, de acuerdo a su dinámica habitual, mientras que el peso se ha mantenido apreciado en términos reales.



Los antecedentes más recientes reafirman las perspectivas de que la inflación anual del IPC comenzará a descender en el curso de los próximos meses, aunque la incertidumbre sobre los registros mensuales esperados sigue afectando las primas por riesgo inflacionario en la valoración de activos financieros. 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 actual, de la persistencia de la apreciación cambiaria real y de la eventual propagación de los *shocks* inflacionarios de meses pasados a otros precios.”

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17.00 horas.

  
JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ  
Vicepresidente

  
JOSÉ DE GREGORIO REBECO  
Presidente

  
ENRIQUE MARSHALL RIVERA  
Consejero

  
MANUEL MARFÁN LEWIS  
Consejero

  
SEBASTIÁN CLARO EDWARDS  
Consejero

  
ANDRÉS VELASCO BRAÑES  
Ministro de Hacienda

  
MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI  
Ministro de Fe