



## BANCO CENTRAL DE CHILE

### ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 102 celebrada el 11 de enero de 2007

---

En Santiago de Chile, a 11 de enero de 2007, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Vittorio Corbo Lioi y con la asistencia del Vicepresidente don José De Gregorio Rebeco y de los Consejeros don Jorge Desormeaux Jiménez, don Manuel Marfán Lewis y don Enrique Marshall Rivera.

Asiste el señor Ministro de Hacienda, don Andrés Velasco Brañes.

Asisten también:

Gerente General, don Alejandro Zurbuchen Silva;  
Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldívar;  
Subgerente General, don Leonardo Hernández Tagle;  
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;  
Gerente de División Política Financiera, don Pablo García Silva;  
Gerente de División Operaciones Financieras, don Esteban Jadresic Marinovic;  
Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;  
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Igal Magendzo Weinberger;  
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;  
Gerente de Información e Investigación Estadística,  
don Ricardo Vicuña Poblete;  
Gerente de Mercados Financieros Nacionales, don Beltrán De Ramón Acevedo;  
Gerente Asesor de Comunicaciones, don Luis Alberto Álvarez Vallejos;  
Jefe Departamento Análisis de Coyuntura, don Enrique Orellana Cifuentes;  
Asesor del Ministro de Hacienda, don Luis Felipe Céspedes Cifuentes; y  
Economista Senior, don Rodrigo Caputo Galarce.

A continuación el señor Presidente fija la fecha de la Sesión de Política Monetaria del mes de julio de 2007, para el día 12 de ese mes.

El señor Presidente señala que, como es habitual, se dará inicio al informe económico y financiero de la Gerencia de División Estudios, el cual será presentado en la parte internacional, por el Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann B. y, en la parte nacional, por el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Igal Magendzo W.

El señor Presidente ofrece la palabra al Gerente don Sergio Lehmann Beresi, para que inicie la exposición.

El Gerente de Análisis Internacional, señala que en el ámbito internacional, lo más relevante es el descenso en el precio del cobre, 16% durante el mes al día de ayer, ubicándose en cifras de US\$ 2,50 y US\$ 2,60, lo que responde, en parte, al premio por riesgo de abastecimiento. El precio del petróleo cae en torno a 13% durante el mes, debido principalmente a favorables condiciones climáticas del hemisferio norte, con una menor demanda por combustibles. Indica el señor Gerente que los indicadores de actividad de las principales economías son positivos.

40



BANCO CENTRAL DE CHILE

Respecto a Estados Unidos de América, el señor Lehmann destaca que la actividad ha recuperado mayor dinamismo durante el mes, lo que apoya el cuadro de un aterrizaje suave en esta economía. Agrega que otras economías, por su parte, mantienen su buen desempeño, particularmente Europa.

Las tasas de interés de largo plazo han aumentado en los mercados desarrollados, especialmente en la Zona Euro, casi 20 puntos base y algo más. Los mercados financieros continúan contemplando dos rebajas para la tasa *Fed funds*, indica el señor Lehmann que hoy se observa solo una rebaja. Señala dicho Gerente, que a propósito de indicadores más recientes los últimos dos días, éstos también aparecen postergados en el tiempo. Para Japón y Zona Euro se siguen esperando alzas en la tasa de política monetaria.

El Gerente de Análisis Internacional manifiesta que respecto a los mercados emergentes, se mantienen las condiciones financieras ventajosas, los *spreads* y monedas se han mantenido relativamente estables pero con cierto movimiento. Por su parte, los flujos de capitales se han mantenido favorables hacia economías emergentes.

Respecto a Estados Unidos de América, el señor Lehmann destaca que en términos de actividad y precios, las cifras son más bien positivas, a diferencia de lo que se había observado en otras semanas, particularmente en lo referente a indicadores de ventas, por ejemplo, órdenes de bienes durables, indicadores de confianza así como también indicadores relacionados con el sector inmobiliario.

En términos de indicadores de precios, señala el señor Lehmann que las noticias han sido positivas, la inflación ha ido reduciéndose especialmente en lo que se refiere al indicador *Core*. Como detalle se puede observar alguno de estos indicadores: el ISM del sector manufacturero que el mes anterior había mostrado una caída importante que lo había dejado por debajo del pivote 50 hoy se muestra sobre éste. Referente al ISM servicio, se observa que está por sobre el pivote 50, es decir, ha habido buenas indicadores en el sector servicios, no obstante muestra una caída marginal en el mes.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann señala que el mercado laboral se ha mantenido dinámico, el empleo total sigue creciendo de manera importante y la creación de empleo ha sido también positiva, mostrando cifras particularmente mayores en el último mes. Menciona también que hoy se dieron a conocer los datos de las Solicitudes de Subsidio de Desempleo y éstos muestran una caída, lo que apoya este escenario positivo del mercado laboral.

Señala el señor Lehmann que se presenta una desagregación respecto al sector servicios y el sector manufacturas. El sector construcción se ha mantenido especialmente dinámico, en línea con los indicadores del sector servicio.

En lo referente a manufactura y construcción, que son precisamente los sectores que se han mostrado más débiles en los últimos meses, éstos no están creando empleo, es decir, la dinámica viene fundamentalmente, al menos en los últimos meses, por el lado de servicios.

Referente al consumo personal real, señala el señor Gerente que se mantiene positivo, de hecho muestra crecimientos aún más altos que en meses anteriores.

El mercado inmobiliario, si bien ha sido probablemente el menos dinámico, es el que está mostrando mayor preocupación en torno a su evolución, exhibiendo recuperaciones y existe la percepción de que su ajuste habría llegado a un piso.

4



Referido a inflación, el Gerente de Análisis Internacional señala que las noticias han sido positivas, simplemente por una cuestión relativa a base de comparación. El IPC total ha mostrado un aumento en el último mes y se sitúa en una cifra de 2%, pero lo más destacable son los dos indicadores *Core*, tanto PCE como IPC que muestran una caída, manteniéndose, de todos modos, por sobre el 2% el área de confort de acuerdo a las autoridades monetarias americanas, exhibiendo una evolución positiva.

Comenta el señor Lehmann que en Europa si bien indicadores referentes a la zona euro, hay que mirarlos con cierta cautela, no son tan negativos como se pudiese interpretar.

Respecto a la producción industrial, se han conocido los datos de producción para Alemania los que fueron muy positivos. Referido a PMI (Purchasing Managers' Index) particularmente, las diferencias respecto a lo esperado son muy marginales y de todas maneras son cifras positivas, por sobre los indicadores del pivote. Igualmente con el indicador de sentimiento económico, que también está muy cercano a lo que se esperaba y muy en línea con el mes anterior. Respecto a Alemania, señala el Gerente de Análisis Internacional ha habido buenas noticias. Se conoció el crecimiento para el tercer trimestre el que fue positivo, en línea con lo esperado, y la indicación respecto a cuál debería ser más menos el crecimiento para el cuarto trimestre para cerrar el año, que sería en febrero, entre 2,5% – 2,7% en línea con lo esperado, lo que revela un dinamismo bastante positivo en esta economía. Agrega el señor Lehmann, que en términos de inflación ella ha estado en línea con lo esperado, muy cercano a 2%.

El señor Lehmann manifiesta que el tema negocios en Europa se evidencia muy positivo, y destaca, especialmente el dinamismo que está mostrando Alemania, mientras que en otras zonas, particularmente en Italia y en Francia se observa un panorama más plano. El indicador IFO de clima de negocios tiene una correlación bastante alta con el PIB y los últimos meses ha seguido mostrando alzas, por tanto, probablemente la dinámica en términos de actividad seguirá siendo positiva en ese país. La creación de empleo ha sido primordialmente un dato positivo, con tasas de crecimiento por sobre las que se veían a principios de año y los últimos años. En inflación, no ha habido grandes novedades. La inflación subyacente se mantiene en 1,5% y la inflación total se ha mantenido estable en 1,9% cercano a 2%.

Respecto a Japón, el señor Lehmann se refiere al consumo que era la preocupación que se estaba manifestando en esta economía, es decir, todavía no mostraba un repunte a pesar de que otros indicadores de actividad se mantenían positivos. Señala que existen indicadores de que esto podría tender a recuperarse, particularmente lo referente a gasto de hogares que han exhibido una cierta recuperación. Sin embargo, las remuneraciones laborales se mantienen planas y éste podría ser uno de los elementos que ha mantenido frenado el consumo. Indica el señor Lehmann que de todos modos las perspectivas de Japón son positivas. En la encuesta *Tankan*, que se conoció el último mes, se observa un desempeño muy positivo, es decir, las perspectivas de las grandes empresas siguen siendo interesantes y el componente respecto a expectativas también sigue siendo positivo, es decir, se observan buenas perspectivas, en general, para las empresas durante el año 2007.

Comenta el señor Gerente de Análisis Internacional, que respecto al crecimiento mundial hay cambios bastante marginales. Se observa un crecimiento que puede ser una décima mayor, específicamente en 2006, y esto se asocia, particularmente, a un componente algo más dinámico, pero en el margen hay algunos países que están positivos en la Zona Euro. En el año 2007 se mantiene el crecimiento global en 4,7% y para el próximo año en 4,8%, lo que también es un crecimiento muy positivo.

40



Indica el señor Lehmann que en el mercado del cobre la caída del precio ha sido una de las noticias destacadas durante el mes. Señala el señor Gerente que un elemento que ha estado incidiendo en dicha caída es justamente las posiciones netas no comerciales, es decir, los que son básicamente fondos de inversión, que han estado cayendo de manera bastante importante y eso ha sido particularmente más significativo durante las últimas dos semanas.

En relación al mercado del petróleo, el señor Lehmann señala que la proyección que se presenta es bastante plana hacia delante, los futuros también se han ajustado pero mantienen una pendiente positiva, lo que estaba proyectado en el *IPoM* de septiembre y que lleva a un precio promedio para el año 2007 de US\$ 57 el barril y de US\$ 55 para el próximo año. Señala que cabe destacar, que los ajustes que han hecho hasta ahora los bancos de inversión todavía son marginales. Sin embargo, en muchos casos, no hacen revisión sino que simplemente repiten el informe o las perspectivas que tenían en el mes anterior, por tanto todavía cabría esperar ajustes en esa cifra aún cuando existe bastante más optimismo que en el resto de los bancos. Para el año 2008 hay también un fenómeno parecido con pocos ajustes en algunos bancos. Indica que el elemento que ha estado detrás de la caída del precio del petróleo en el último mes, es la condición climática. La demanda por combustible ha caído de manera significativa y eso se refleja en que la relación inventarios a demanda se muestra bastante más alta de lo que mostraba esta relación, por ejemplo el año 2005 y por cierto lo que era el promedio año 2000 – 2004.

Señala el señor Lehmann que en términos de tasa de política, no hay cambios muy significativos, en términos de perspectivas, más allá del hecho, que tal como señalaba en el comienzo, en el caso de Estados Unidos de América ha habido un cambio marginal en los últimos días que ha variado las perspectivas del mercado respecto a las rebajas hacia este año. En el caso de Europa y Japón las modificaciones no son significativas.

Por otra parte, respecto a las tasas de interés de largo plazo, señala que éstas han estado aumentando, con particular fuerza en la Zona Euro. Agrega, que el aumento acumulado durante el último mes es de aproximadamente 20 puntos base, lo que está en línea con indicadores positivos, especialmente en Alemania. En el caso de Japón y Europa, indica el señor Lehmann los aumentos también son significativos, en torno a 10 – 15 puntos base, aproximadamente.

El Gerente de Análisis Internacional destaca que respecto a los movimientos de paridades cambiarias respecto del dólar americano, durante el último mes, todas las monedas con alguna excepción han tendido a apreciarse. En el caso de Chile, el peso es de las monedas más apreciadas, muy semejante a la moneda sudafricana, durante el último mes, algo más de 3%

En relación a premios por riesgo en economías emergentes, manifiesta el señor Gerente de Análisis Internacional, que después de mantener o mostrar una caída, tendió a mostrar alguna recuperación, probablemente asociado con precio de *commodities* que cayeron en el caso del bono chileno, excluyendo Codelco, que muestra una caída y que en general muestra cierta volatilidad.

Con respecto a bolsas, el desempeño de los mercados emergentes ha sido muy positivo, ha mantenido esta tendencia de ir batiendo *records*, mientras que en el caso de mercados desarrollados, si bien es algo más tenue, ha sido relativamente positivo.



El Presidente señor Vittorio Corbo ofrece la palabra para comentarios.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que tiene la impresión de que claramente lo que aquí cayó es una prima por algo, pero no le parece claro que sea particularmente por riesgo de abastecimiento, ya que, en su opinión no existen todos los antecedentes como para llegar a esa conclusión. Agrega el señor Consejero que tampoco se puede descartar que pudiera haber habido una prima por especulación, que pudiera estar reflejando en los precios. Agrega, que si hubo una subida que no se puede explicar por ningún fundamental y que ahora se deshizo, ese componente que no se podía explicar bien podrá tratarse de una burbuja.

Con relación a la caída del precio del cobre, el señor Lehmann señala que básicamente el Banco Central de Chile utiliza un modelo estructural que toma en consideración variables reales para la proyección de precio del cobre, el cual entregó cifras de precio en torno a US\$ 2 o US\$ 2,5. Por otro lado, las noticias más reciente en el último mes respecto al mercado del cobre, no son significativas, no hay un cambio importante en lo que se refiere a los fundamentos del precio del cobre, por lo tanto se puede presumir que nuevamente lo que se está ajustando es la prima por riesgo. Menciona que las expectativas de los fondos, probablemente, están en línea con eso y lo que ha aumentado esa caída es justamente el hecho de que los fondos han estado botando posiciones en cobre.

El Consejero señor Jorge Desormeaux señala que el término "premio por riesgo de abastecimiento" resulta bastante amplio, ya que dicho abastecimiento puede estar complicado porque la demanda crece muy rápido, porque hay problemas en la oferta o porque pueden haber dificultades como las que tuvimos nosotros en Chile. El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés indica que otra manera de presentar este tema, es que dicho cambio es difícil de atribuirlo a modificaciones fundamentales de oferta y demanda comercial, pero lo que se sabe es que por el lado de la oferta y la demanda comercial es una prima que se deshizo.

El Vicepresidente señor De Gregorio comenta que la demanda en China, a pesar de su crecimiento ha estado un poco más débil, lo cual no es demanda global pero también es demanda específica de *commodities*. El señor Lehmann manifiesta que el caso de China es bastante particular. En su opinión, los chinos habitualmente constituyen inventarios estratégicos y lo que han estado usando son parte de esos inventarios. Agrega, que en algún momento se tuvo la expectativa de que los chinos iban a reconstituir fuertemente esos inventarios, cosa que no ocurrió. De todas maneras la demanda neta de cobre por parte de los chinos sigue siendo dinámica, pero las perspectivas de crecimiento para China, en el margen, para este año, se ha ido elevando, aunque la demanda aparente de China ha estado siendo menor.

El Vicepresidente señor De Gregorio señala que hay que tener cuidado con la expresión "de si cambian o no los fundamentales", ya que pensaría que éstos son producción y tasas de interés de producción. Indica, que han estado subiendo las tasas largas, lo que no es sorprendente, acompañado por el efecto del dólar que es bastante menor. Agrega que son cosas como de muy corto plazo pero hay que tener cuidado cuando se descartan los fundamentales, lo que no explica una caída de esa magnitud, pero sí cierta reversión en el precio *commodities*. El Gerente de División Estudios señor Valdés señala que detrás de este tema no está una desaceleración mundial ni tampoco se descubrió una nueva mina y aquí hay 50 u 80 centavos menos porque existe una nueva producción.

4



El Gerente de Mercados Financieros Nacionales, señor Beltrán De Ramón, en relación a las expectativas de inventarios, señala que evidentemente estos movimientos del cobre no están relacionados con el descubrimiento de una nueva mina o de una desaceleración mundial, pero sí podría afirmarse que en un mercado en que se conoce poco la expectativa con respecto a los inventarios, ello es muy importante. Agrega que la caída fue determinada porque algunos agentes pensaban que el superávit no iba a ser 130 mil toneladas sino que 300 mil el año 2007, lo que también se puede atribuir al anuncio de Codelco de que hubo una falla geológica, lo que hace suponer a los agentes la existencia de una expectativa de que el superávit se reduciría, lo que también impactó en el precio del dólar.

El Presidente señor Vittorio Corbo, señala que resulta difícil explicar como llegó el cobre a US\$ 4 dólares y US\$ 3,80 y ahora se presenta una corrección que tiene algunos factores especulativos, que tienen que ver con ajustes de inventario y otras cosas, pero el punto central es de que no hay un cambio tan grande. Agrega el señor Presidente que la corrección del precio de los *commodities* puede tener mucho que ver con un elemento burbuja o con otros aspectos de carácter financiero, ya que la economía real se encuentra mejor que hace un mes atrás.

A continuación, el Presidente señor Corbo ofrece la palabra al Gerente de Análisis Macroeconómico, don Igal Magendzo Weinberger, a fin de que presente la exposición sobre la parte nacional.

El Gerente señor Magendzo manifiesta que la inflación total y la subyacente han descendido hasta valores que se ubican entre 2 y 3%, significativamente por debajo de lo proyectado en septiembre. Indica el señor Gerente, que en ello influyó una caída más rápida que la esperada del precio del petróleo, un crecimiento de la actividad menos dinámico que lo previsto, lo que generó una ampliación no anticipada de la brecha de capacidad en el segundo y tercer trimestres de 2006, y presiones de costos reducidas. Señala el señor Magendzo, que se proyecta que en el escenario más probable, la brecha de capacidad persistirá por varios trimestres, tardando en cerrarse más que lo previsto en septiembre pasado, a pesar de que la decisión de política monetaria reciente apoya un cierre más rápido y, se prevé que el crecimiento de la actividad repuntará en el año 2007, parte de lo cual ya se evidenció en el último trimestre de 2006. Lo anterior, se apoya en el mayor impulso fiscal que se producirá este año; favorables condiciones externas y financieras internas y, buenas perspectivas para la inversión, entre otros elementos. La dinámica de brechas incide en que, en el escenario más probable, y luego de un aumento en los siguientes meses por efectos de base de comparación, la inflación total y la subyacente se ubicarán cerca de 2% por algunos trimestres de este año y el próximo, para luego converger a 3% en el horizonte de política, en torno a dos años.

Menciona el Gerente de Análisis Macroeconómico que el panorama externo sigue favorable para la economía chilena. Hace presente, que los principales cambios de los últimos meses son el descenso en el precio del petróleo y el cobre. El primero, en parte ya se observaba al cierre del Informe anterior y se acentuó en los últimos días. El segundo, ha disminuido relativamente rápido en lo más reciente, no obstante se espera una convergencia gradual a valores de largo plazo. Agrega el señor Gerente, que hacia delante se supone una reducción lenta de los precios de estos y otros productos básicos, lo que hará descender los términos de intercambio en los años 2007 y 2008. Menciona también, que las condiciones financieras para las economías emergentes son algo más favorables que en el Informe anterior, con menores premios soberanos e indicadores bursátiles en niveles récord. Destacó el señor Magendzo que el crecimiento mundial no presenta cambios relevantes respecto de septiembre pasado, aunque se detecta un cambio en su composición. La Zona Euro y Asia emergente han tenido una mayor actividad, compensando el menor dinamismo de Estados Unidos de América.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Indica que en este último caso, la desaceleración ha sido algo más intensa de lo previsto, pero acotado principalmente a los sectores inmobiliario, automotriz e industria del equipamiento de la vivienda, que, no obstante, en lo más reciente, muestran incipientes recuperaciones. Indica que las expectativas de mercado consideran que la Reserva Federal recortará su tasa de referencia en el curso de este año, aunque con una probabilidad algo menor que a fines del año 2006. Por su parte, para Japón y Europa el mercado continúa esperando alzas en su tasa política monetaria durante este año.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Magendzo, señala que se estima que las condiciones financieras internas son favorables. Agrega, que respecto de septiembre pasado, las tasas de interés de instrumentos de largo plazo son más bajas y las tasas de interés de colocaciones no tienen cambios significativos. Las tasas de crecimiento real anual del crédito se han atenuado, aunque siguen siendo altas en términos históricos. El crecimiento nominal anual del dinero no muestra grandes cambios, manteniéndose entre 10 y 18% según su definición.

Señala el señor Magendzo que la paridad peso/dólar ha mostrado oscilaciones, situándose en niveles nominales similares a los del cierre del Informe anterior y algo superiores a los de hace un año. Indica también, que el TCR multilateral ha aumentado levemente, aunque se estima que su nivel actual es coherente con sus fundamentos de largo plazo. Como supuesto metodológico para las proyecciones de este Informe se considera que, en el horizonte habitual, no diferiría mayormente de sus valores más recientes.

Hace presente también el señor Magendzo, que se estima que el PIB creció 4,2% el año 2006, menos que lo proyectado a comienzos de dicho año tanto por el Banco Central de Chile como por el consenso de los analistas privados. Destacó el Gerente señor Magendzo que la demanda interna se desaceleró gradualmente durante el año 2006, lo que había sido anticipado en Informes anteriores dada la etapa actual del ciclo y la elevada acumulación de *stocks* de años anteriores, especialmente de capital.

Indica el señor Magendzo que como se destacó en septiembre pasado, el actual marco de políticas macroeconómicas tiene un efecto estabilizador del ciclo bastante mayor que en épocas anteriores y del que se estimaba previamente, lo que es especialmente importante para medir el efecto en la actividad, de fluctuaciones transitorias de los términos de intercambio. Además, se identificaron varios factores que explican parte de la diferencia del crecimiento del PIB en el año 2006, proyectado a comienzos de ese año en 5¼-6¼%, con respecto a lo que se estima ahora, aunque su incidencia se precisa con algo más de exactitud y se agregan nuevos antecedentes. Señala que estas cifras dan cuenta de elementos que podrían haber afectado simultáneamente la demanda y el desempeño de sectores específicos y no se tiene certeza de la magnitud de su interrelación, por lo que no son necesariamente acumulables unas con otras.

Entre los factores mencionados en septiembre pasado, destacan los fenómenos puntuales e inesperados en los sectores de recursos naturales —en especial la minería, debido al derrumbe en Chuquicamata y las negociaciones laborales en el sector— con una incidencia conjunta de 0,3 punto porcentual del PIB en el año 2006. Señala el señor Magendzo que se sumó a lo anterior el costo del mayor precio de la energía, que se estima fue de un punto porcentual de menor ingreso privado disponible en el 2006, respecto de lo previsto a comienzos de año. Indica el señor Gerente que si bien resulta difícil precisar su impacto total en la actividad, se estima que su efecto directo en la industria equivale a alrededor de 0,2 punto porcentual del PIB en el año 2006. Por otra parte, comenta también que el crecimiento anual de la inversión descendió más rápido que lo previsto a comienzos del año 2006, diferencia que equivale a una cantidad de alrededor de 0,5 punto porcentual de menor incremento del PIB en el año. Comenta que pese a lo anterior, el crecimiento de la demanda interna fue similar al proyectado, con un resto de la demanda interna privada —consumo y existencias— que creció más que lo previsto, aunque con una composición más intensiva en bienes de origen importado.

4



En todo caso, se estima que sin un mayor costo de la energía, el crecimiento de la demanda interna hubiese sido superior.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Magendzo, indica que además de lo previamente identificado, en el año 2006, y en especial en el tercer trimestre, la composición del resto de la demanda interna se volvió inesperadamente más intensa en bienes de origen importado, incidiendo en el desempeño de parte de la industria que compite con productos externos. Señala el señor Magendzo que por el lado del consumo, la mayor proporción de bienes importados se dio tanto por un aumento del consumo durable —usualmente importado— mayor que el previsto, como por un cambio en el origen del consumo no durable. Agrega, que detrás de ello estaría el hecho que en el año 2006 se acentuó la caída en los precios relativos de estos bienes tanto en el mercado externo como en el interno. Indica también, que esta pérdida de competitividad de parte de la industria nacional, no parece haber sido un fenómeno generalizado, toda vez que ha coincidido con un período en que el TCR multilateral, relevante para el comercio exterior, no mostró grandes cambios. Además, se presume que su valor de equilibrio no se ha alterado mayormente por los cambios en los precios antes mencionados, pese a que sí tienen efectos relevantes en algunos sectores particulares de la economía.

Por otro lado, señala el señor Magendzo, considerando el escenario de comienzos del año 2006 como referencia, se estima que el cambio en el origen del consumo pudo haber explicado de manera directa alrededor de 0,4 punto porcentual de menor crecimiento del PIB. Agrega el señor Magendzo que esto no formaba parte del escenario base de comienzos de 2006, y solo se incorporó parcialmente en septiembre último.

El Gerente de Análisis Macroeconómico menciona que se estima que la brecha de capacidad se amplió en el segundo y tercer trimestres de 2006, para volver a reducirse en el último cuarto del año 2006. El escenario base supone que su cierre tardará algunos trimestres más que lo previsto en Informes anteriores, aún cuando la decisión de política monetaria reciente ayuda a que el retraso sea menor. Esto considera además que, por el momento, no hay antecedentes suficientes para cambiar el crecimiento del PIB tendencial de lo estimado en septiembre: algo por encima de 5% el año 2006 y en torno a ese valor el año 2007.

El señor Magendzo menciona que el PIB crecerá el año 2007 a una tasa superior a la de 2006, lo que se basa, en parte, en el mayor impulso fiscal que se espera, en el empuje de la mayor inversión —que en parte se está materializando— y en los supuestos de que no continuaría profundizándose el cambio de origen del consumo no durable ni tampoco los costos de la energía aumentarían con igual intensidad que en el año 2006. Se suma que algunos de los factores puntuales que afectaron la actividad el año 2006 no se repetirían, en especial en la minería. Además, se espera que entren en pleno funcionamiento aumentos de capacidad en la minería y la industria de la celulosa. Las condiciones macroeconómicas, externas e internas, seguirían siendo favorables, aunque, en su conjunto y con los rezagos habituales, no tendrían un empuje muy distinto al de 2006. Esta proyección considera que, en el corto plazo, la actividad retomará una velocidad de crecimiento trimestre a trimestre mayor que la de tendencia, situación que ya se ha visto en los datos conocidos del último trimestre del año pasado.

La inflación total y la subyacente han sido significativamente menores que lo esperado en el mes de septiembre último. Por un lado, el precio del petróleo es menor que el previsto, afectando los precios de los combustibles en el mercado interno. A ello se suma la posible reversión de sus efectos indirectos, aunque su magnitud sería baja. Por otro lado, señala el señor Magendzo las presiones subyacentes han sido reducidas, con costos laborales creciendo a tasas bajas y una brecha de capacidad que se amplió en el curso de 2006. Considerada la proyección de inflación IPC a diciembre del año 2006, que se entregó en el mes de septiembre, una parte importante de la diferencia respecto de la menor inflación efectiva se explica por el efecto directo de la caída no anticipada del precio de los combustibles. Señala





también, que hacia delante, la mayor brecha de capacidad y el menor IPCX1 efectivo explican la mayor parte de las correcciones.

Manifiesta el Gerente de Análisis Macroeconómico que en cuanto a los determinantes de corto plazo de la inflación, la tasa de crecimiento anual de los salarios nominales tuvo una tendencia decreciente en el año 2006, ubicándose en niveles menores que los esperados dada la evolución de la inflación y las holguras del mercado laboral. Agrega que los costos laborales unitarios mostraron vaivenes importantes en los últimos trimestres, en especial por la evolución de la productividad medida, la que tuvo una alta volatilidad, ligada a las cifras de actividad y los cambios en la composición del empleo. Al considerar el crecimiento de tendencia de la productividad, los costos laborales unitarios muestran tasas de crecimiento algo menores que las que serían coherentes con la meta de inflación, lo que lleva a estimar que las presiones inflacionarias del lado de los costos laborales son acotadas. Indica que en lo más reciente el ritmo de aumento de los costos de bienes importados ha mostrado una incipiente disminución, coincidiendo con el menor precio del petróleo, contribuyendo al ya señalado panorama de presiones inflacionarias reducidas.

Comenta el Gerente de Análisis Macroeconómico que en el escenario central de este Informe, la inflación anual del IPCX1 se mantendría en la mitad inferior del rango de tolerancia de la inflación anual por algunos trimestres, para luego converger paulatinamente hacia 3%. Por su parte, indica que la inflación anual del IPC tendría algunos vaivenes, por efectos de base de comparación y cambios en las tarifas eléctricas, que la harían volver a cifras próximas a 3% en el trimestre en curso. Posteriormente, se situaría cerca de 2% por lo que resta del año 2007 y comienzos de 2008. El escenario base contempla que para el horizonte de política, un plazo en torno a dos años, la inflación total y subyacente se ubicarían en 3%, lo que se sustenta en el cierre de la brecha de capacidad, costos laborales unitarios que se alinearían con el centro del rango meta y un tipo de cambio real que no diferiría mayormente de sus valores más recientes.

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

Con respecto al Índice Mensual de Confianza Empresarial, el Vicepresidente señor José De Gregorio, consulta de qué manera éste se puede contaminar con eventos extraeconómicos como por ejemplo el ambiente político. El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, señala que aún faltan tres años de historia para obtener antecedentes estadísticos suficientes para emitir una opinión sobre la validez de los datos de esos índices.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco, señala que de los datos del sector laboral se puede hacer una lectura distinta a la que se ha comentado. Agrega que los costos laborales unitarios no solamente van al alza sino que también a la baja, entonces la afirmación de que "aún no han subido", no le parece sustentable. En consecuencia la afirmación del Gerente de Estudios señor Valdés, de que tengamos un mercado laboral apretado, no le parece totalmente cierta.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Esteban Jadresic, se refiere a que una fuente independiente de información sobre mercado laboral, aunque sólo para Santiago, es la Encuesta de Desempleo de la Universidad de Chile. Comenta que si bien la tasa de desempleo ha venido cayendo, se mantiene en un nivel que está por encima de los mínimos históricos, a diferencia de lo que muestra la encuesta de la referida Universidad.

49



El Vicepresidente señor José De Gregorio, comenta que hace un par de años atrás, cuando se trato de explicar por qué el cierre de brechas de la economía chilena había sido tan lento y la recesión tan prolongada, uno de los argumentos que se entregaron en esa oportunidad fue el de la riqueza salarial. Sin embargo, la evidencia muestra que en Chile el ajuste al ciclo del salario real sería menor de lo que sucede en otras recesiones.

El Consejero señor Manuel Marfán, señala que entiende que hubo un cambio en la muestra del INE que iba ser algo suave y terminó no siéndolo y que ésta, principalmente corresponde a nuevas zonas urbanas en Santiago. Agrega que por otro lado, si se tiene una encuesta de empleo que no tiene la periodicidad requerida pero por lo menos tiene la ventaja de no haber sufrido cambios ni de muestras ni metodologías, a lo mejor es más creíble durante el período de transición de las encuestas del gran Santiago que es la parte que estaría más complicada con respecto de la parte de la Universidad de Chile.

Por otra parte, el Consejero señor Manuel Marfán entiende que se registra una baja importante del tipo de cambio observado. Consulta qué tan confiable puede ser el supuesto de proyección de tipo cambio observado y si hay algún antecedente que aporte más información.

El Gerente de Mercados Financieros Nacionales señor Beltrán De Ramón, señala que la explicación que se ha obtenido respecto de la baja del tipo de cambio observado, que de \$ 543 cayó a \$540, tiene que ver con los rebotes del precio del cobre en el mismo margen, y se relaciona más bien, con las expectativas de restricciones al cobre producto de un problema de abastecimiento en Codelco.

El señor Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco señala que el escenario actual que configura un cuadro menos positivo del que se previó en el último *IPoM* plantea las siguientes disyuntivas. En primer lugar, respecto del precio del petróleo se cuenta con una información importante en varios sentidos. Indica que en un momento se temió que la baja del precio del petróleo fuese transitoria y parecía que se producía un rebote que no se concretó en una baja adicional lo que trae como consecuencia una importancia clave u obvia para la trayectoria de los precios y que no producirá un incremento significativo asociado a las tarifas del Transantiago. Otro punto adicional que quiere comentar es el tema asociado a la operatoria del fondo de estabilización del petróleo.

En segundo lugar, señala el señor Ministro que en cuanto a la demanda agregada, se ha tenido una discusión muy interesante en varias sesiones de Consejo, respecto a cómo denominar el *switching* exógeno por el lado de la demanda entre bienes producidos en Chile y bienes importados, lo que piensa que aún resulta difícil explicar y señala que lo denomina exógeno aunque no está muy seguro de ser exógeno o endógeno.

El tercer punto que quiere comentar se encuentra directamente vinculado a lo anterior, y consiste en que no solamente la industria y la minería han sido la desilusión del año, sino que precisamente los sectores industriales sustituidores de importaciones muestran un desempeño muy pobre.

En cuarto lugar, quiere enfatizar nuevamente que los costos laborales unitarios están muy acotados lo que se aprecia en varias estimaciones de éstos como de costos reales de mano de obra que se presentan a la baja, lo que sugiere algo respecto a lo que está sucediendo con el mercado laboral.

4



El quinto punto que quiere plantear es que las proyecciones de crecimiento por diversas razones se aprecian todas a la baja, lo que tiene que ver no solamente con el PIB de recursos naturales, sino que también se ve afectado por la minería y también por el resto del PIB.

Un último punto que le parece relevante, aún cuando cree que no necesita ser resaltado, pero que igualmente es necesario ponerlo en discusión, consiste en que las proyecciones de inflación, mas allá de esta subida transitoria se aprecian hacia la baja y se tendrá una inflación subyacente durante un largo período, según las propias proyecciones del Banco Central en torno al 2%, esto es, fuera del rango meta.

El Presidente señor Vittorio Corbo, comenta que muchos de los elementos que señala el señor Ministro están incluidos en el *IPoM*, y forman parte del escenario central del Banco.

El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, señala que desea hacer algunos comentarios a partir de lo expuesto por el señor Ministro de Hacienda. Indica el señor Valdés que con respecto al petróleo, la noticias son buenas, pero si la impresión que se tiene es que ello está influido por lo sucedido con el clima en el hemisferio norte recientemente, lo que también muestran los precios futuros, no se puede estar seguro de que estos precios sean mucho más a la baja. Agrega que igualmente el escenario central considera que los precios van a la baja gradual.

En la opinión del señor Valdés, lo más importante de resaltar es que la acumulación de noticias en los últimos 4 meses es notoriamente importante respecto a las proyecciones con que cuenta el Banco, ya que en verdad, hay un repunte en el cuarto trimestre, que resultó ser menos fuerte de lo que se esperaba y la inflación subyacente, en particular, estuvo a la baja; la actividad había crecido en torno a 4,2% en vez de 4,8% y eso abre una brecha de alrededor de medio punto, que también se ha reflejado en probablemente salarios más bajos. Con respecto del *switching*, señala que es cierto que se ha ido profundizando, pero con respecto a ello, en el escenario central no supone que éste siga profundizándose.

Finalmente señala el señor Valdés, que quiere llamar la atención respecto de supuestos claves que se encuentran detrás de las proyecciones. El primero, consiste en que son condicionales a un PIB potencial que se supone que creció 5,5% el año pasado y crecería 4,9% este año, que son los mismos números que se tuvieron en septiembre del año pasado. En segundo lugar, se presenta un tipo de cambio real en los niveles de los últimos días; y en tercer lugar, estos supuestos claves suponen que el impulso monetario aumenta respecto de lo que hoy día conoce el mercado e incluso, las proyecciones están construidas mecánicamente con una regla de política que incluye una baja de tasas de entre 50 y 55 puntos base en los próximos meses, para volver a subir en el cuarto trimestre de este año.

El Consejero señor Manuel Marfán, señala que respecto de actividad se suponía que en septiembre pasado con la información disponible se iba a producir un rebote, y piensa que esa era la principal hipótesis de un rebote de actividad porque existían elementos que eran transitorios. Agrega que a lo largo del cuarto trimestre se fue incorporando la palabra persistencia, entendiéndolo por tal, ciertos *shocks* que se observan y que no se devuelven a su valor original, y no persistencia en el sentido de que sigue habiendo una tendencia decreciente, por ejemplo, un *switching* de consumo que no se está suponiendo que se vaya a revertir, pero tampoco que se va a seguir profundizando. Señala el Consejero señor Marfán que lo anterior es una discusión que se tuvo sobre el producto potencial.

h



Respecto de inflación, señala el Consejero señor Marfán que tiene la impresión de que ese cuadro tiene un cambio más dramático respecto de lo que preveíamos en el *IPoM* de septiembre, puesto que en dicho Informe se consideraba una reducción en la proyección de inflación para este año con una corrección a 2,3%, esto es, del orden de 100 puntos base y de 40 puntos base para los 12 meses siguientes. Señala que, en consecuencia, para tasas de interés de corto plazo, una tasa de interés nominal cualquiera, con una inflación proyectada más baja, significa una tasa de interés real más alta.

En tercer lugar, comenta el Consejero señor Marfán está el problema que la proyección de inflación es muy distinta a la del mercado, entonces a lo mejor la tasa de interés real que percibe el mercado es más baja que la tasa de interés real que percibe el Banco, porque se tiene una proyección de inflación diferente. Agrega, que en este aspecto le gustaría plantear como tema de discusión si lo importante para efectos de un Banco Central es tratar de monitorear la inflación efectiva de mejor saber y entender en el horizonte esperado o bien la expectativa de inflación del mercado. En su opinión, tiene la impresión de que la literatura tiende a canalizarse fuertemente hacia el aspecto si el Banco Central tiene ciertos modelos que los proyecta a cierta inflación y por eso tiene que tomar sus decisiones, ya que si monitorea las expectativas de inflaciones, éstas no tienen equilibrio y nunca se estabilizan, en consecuencia, estima que el tema de expectativas de inflación es un componente muy importante y cuando difiere de las proyecciones del Banco, el rol de éste es más bien ir adelante del mercado para tratar de monitorear esas expectativas.

El Vicepresidente señor José De Gregorio, señala estar bastante de acuerdo con el diagnóstico que se ha hecho, y quiere reiterar lo que se ha señalado con anterioridad en el sentido de que el Banco cuenta con insuficientes mediciones en las expectativas de inflación, y tampoco cuenta con antecedentes que le permitirían expresar que éstas están sesgadas en esa dirección. Es decir, lo que está señalando es que las cifras de desempleo del INE desde el punto de vista nacional son una muy buena noticia, se tienen algunas incertidumbres, pero no puede decirse que existen antecedentes para concluir que está mal medida y es más alta.

Asimismo, indica el Vicepresidente señor José De Gregorio que está de acuerdo con la impresión del Consejero señor Manuel Marfán, respecto a lo que dice la literatura en el sentido de que las proyecciones que se tiene que mirar son las propias proyecciones.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Esteban Jadresic, señala que quiere enfatizar sobre un punto que mencionó el Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés y agregar algo más. En su opinión, las noticias más importantes tienen que ver con la información acumulada durante varios meses y no con las noticias particulares recientes, y tampoco respecto a las tasas de crecimiento de la previsión. Agrega que si se hace el ejercicio de mirar hacia atrás, cree que hay que tomar una perspectiva de más largo plazo, las noticias acumuladas, la dirección en que se está realizando este *IPoM* no es sólo respecto a septiembre, sino que en realidad si uno va hacia mediados de año ya se veían algunas de estas tendencias que ahora se han visto reforzadas posteriormente.

El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, refiriéndose a un comentario del Consejero señor Marfán en cuanto a que si importa más la propia proyección de inflación o la de mercado en esta discusión, cree que tiene toda la razón ya que el objetivo operacional del Banco no puede ser la proyección privada de inflación, sino que la propia proyección de inflación del Banco.

hp



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco, señala que está de acuerdo con lo señalado por el señor Vicepresidente del Banco y con el Gerente de División Estudios y le parece que se encuentran en la dirección correcta, sin embargo, le añadiría un *core line*, en el sentido de que el ajuste de las expectativas privadas dependen de una serie de variables, entre otras, de las acciones del Banco Central al fijar una tasa de política.

El Presidente señor Vittorio Corbo, indica que en la parte laboral también hay otros indicadores que hacen pensar que se trata de un problema que no solamente ha ocurrido en Chile, sino que también en otros países que tienen problemas en el comportamiento de los salarios que han perdido estabilidad versus otros mercados.

Con respecto a las expectativas, señala el señor Presidente, la meta del Banco está basada en nuestro objetivo que es el que sirve de ancla, pero las expectativas privadas también sirven, ya que en ellas se basan los privados para tomar sus decisiones de gastos, entre otras cosas, tasas de interés real, decisiones con respecto a ajustar sus precios. Agrega, que estos dos aspectos son importantes.

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

Siendo las 16:10 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 102.

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

El señor Gerente de División mencionado informa lo siguiente:

En la reunión de política monetaria de diciembre, el Consejo decidió mantener la tasa de interés de política monetaria en 5,25% anual, nivel que mantiene desde julio del año pasado. En la decisión se consideró que, pese a que la actividad interna continuaba por debajo de lo previsto en el último *IPoM*, estaba recobrando su dinamismo. La inflación anual del IPC se ubicaba cerca del piso del rango meta, por debajo de proyecciones previas, y la inflación subyacente IPCX1 y otros indicadores de la tendencia inflacionaria seguían bajos, si bien algunos exhibían una incipiente reversión. Las presiones de costos estaban contenidas y se proyectaba que la inflación se ubicaría, por algún tiempo, por debajo de 3%.

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

- En el lado externo, los precios del cobre y del petróleo tuvieron importantes ajustes a la baja (16% y 13%, respectivamente, considerando los datos de ayer). El crecimiento mundial y las condiciones financieras continúan favorables, congruentes con un escenario central de aterrizaje suave e inflación controlada en Estados Unidos de América.
- En el país, las cifras de actividad sorprendieron a la baja, revirtiendo las noticias del mes anterior. Con ello, si bien el cuarto trimestre de 2006 la actividad habría crecido más que el tercero —con lo que efectivamente se materializaría un repunte— el crecimiento estimado para el cuarto trimestre parece haber terminado más de medio punto por debajo

hp



BANCO CENTRAL DE CHILE

del proyectado en el *IPoM* pasado, con la consiguiente ampliación de la brecha (la diferencia con la proyección del mes pasado es similar). Esto, pese al aumento considerable del crecimiento de la demanda interna estimado para ese mismo trimestre y a que el crecimiento del PIB trimestre a trimestre habría sido cercano a 10%.

- El IPC estuvo marginalmente por encima de lo proyectado y hubo signos adicionales de reversión de la baja tendencia inflacionaria observada en los meses anteriores. Las medidas de inflación subyacente y otras de tendencia mostraron estabilidad y un leve aumento. Con todo, la proyección de inflación subyacente IPCX1 de corto plazo prácticamente no varió, evaluándose que la sorpresa al alza de diciembre corresponde sólo al adelantamiento de un fenómeno estacional (buses interurbanos).
- El crecimiento de los salarios sigue contenido y su velocidad de expansión estable, mientras los CLU se desaceleran. La tasa de desempleo (desestacionalizada) en el trimestre móvil a noviembre volvió a disminuir.
- El crecimiento del crédito tuvo una leve disminución en el margen, pero todavía se mantiene firme, y la estructura de tasas de interés no tuvo grandes cambios. El tipo de cambio nominal, en contraste, se depreció casi 3% desde la Reunión de Política Monetaria anterior. En términos multilaterales, su depreciación es algo más de 2%. El tipo de cambio real (base 1986 = 100) se ubica entre 94 y 95. Los indicadores de expectativas de inflación de corto y mediano plazo se acercaron hacia 3%, aunque siguen levemente bajo esa cifra.

Señala el Gerente de División Estudios señor Valdés, que las proyecciones preparadas para el *Informe de Política Monetaria* de enero consideran que en el escenario más probable, la brecha de capacidad actual persistirá por varios trimestres, tardando más en cerrarse que en proyecciones anteriores, y que el crecimiento del PIB del año 2007 será algo menor que el considerado en septiembre (exclusivamente por efectos base de comparación). La inflación, luego de aumentar hacia 3% en el primer trimestre de 2007 por efectos base, se ubicará cerca de 2% por algunos trimestres este año y el próximo, para luego converger a 3% a fines de 2008. En este escenario se conjugan un número de supuestos. Entre otros, cabe mencionar que el precio del petróleo desciende muy gradualmente, el tipo de cambio real no difiere mayormente del observado en los últimos días y el impulso monetario es algo mayor que el implícito en los precios financieros. En particular, se supone que la tasa de política monetaria desciende entre 50 y 75 puntos base durante el primer semestre a partir de una regla de política.

Menciona el señor Valdés que, con los antecedentes disponibles, las opciones más plausibles para esta reunión son disminuir la tasa de política monetaria, posiblemente en 25 puntos base, o mantenerla en su nivel actual.

Señala el Gerente de División Estudios, señor Valdés que la principal justificación para disminuir la tasa de política monetaria hoy, más allá de las noticias acumuladas desde la última reunión, es el propio escenario central de proyecciones, que resume la acumulación de noticias desde septiembre. En efecto, si bien las noticias del mes incluyen una actividad el trimestre pasado menor a la proyectada y una fuerte disminución del precio de los combustibles y del cobre, ellas pueden ser insuficientes para provocar, por sí mismas, una decisión de recortar la tasa de política monetaria. En cambio, como se señaló en la última reunión, era necesaria una ronda completa de proyecciones para evaluar la conveniencia de una disminución de la tasa de interés, toda vez que se habían acumulado novedades de distinto tipo desde el último *IPoM* y una acción de política podría involucrar una reversión de la decisión al corto andar. El ejercicio de proyecciones muestra que, en el escenario central, la reversión no ocurriría hasta algunos trimestres (lo que no difiere de otros ciclos de política en el pasado).



**BANCO CENTRAL DE CHILE**

Menciona el señor Valdés que, en efecto las proyecciones incluyen un recorte moderado de la tasa de política monetaria, que permite adelantar el cierre de brechas de inflación y actividad a través de (i) contrarrestar el efecto de la menor inflación sobre el impulso monetario nominal y (ii) elevar marginalmente el impulso monetario real. En el escenario central, es necesaria una política monetaria más acomodaticia para lograr que la inflación vuelva efectivamente a 3% en el plazo de dos años. De hecho, de postergarse este ajuste por mucho tiempo, se arriesga tener que profundizarlo más adelante.

Agrega el señor Valdés que, como es habitual, un ejercicio completo de proyecciones no entrega mucho espacio para argumentar a favor o en contra de opciones distintas a los cambios de la tasa de política monetaria implícitos como supuestos de trabajo en las mismas. En esta oportunidad, sin embargo, por tratarse de un cambio moderado de la tasa de política monetaria y que se revertiría después de algunos trimestres, por haber algunas señales que difieren de lo contemplado en el escenario central, y por tratarse de un cambio de signo inesperado de la trayectoria de la política monetaria, también hay argumentos que podrían justificar la mantención de la tasa en esta reunión.

Señala el Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, que específicamente, considerando que el cambio de la tasa de política monetaria es de magnitud moderada en comparación con ciclos de política anteriores y hay un riesgo de una reversión de signo más pronta que la considerada en el escenario base en caso de que la inflación sea mayor que la contemplada, se puede argumentar a favor de recabar más información antes de determinar un cambio. De hecho, el comportamiento reciente de las medidas de tendencia inflacionaria junto al nivel que alcanzan en comparación con los últimos años y el nivel al que ha llegado la tasa de desempleo (cerca o por debajo de estimaciones de la tasa de desempleo NAIRU) apuntarían a un escenario de inflación menos reducida que la considerada en el escenario central. Algo similar ocurre con las proyecciones de inflación de los analistas del mercado y las implícitas en precios financieros, que están por encima de las del escenario central y constituyen información complementaria. Si se estima que una reversión de política poco distante en el tiempo es particularmente costosa, éstos y otros riesgos inflacionarios pueden ser más relevantes que los que apuntan hacia una menor inflación.

Indica el Gerente de División Estudios que, por su parte la mayor expectativa de inflación del sector privado, respecto de la proyectada en el escenario central, modera la urgencia a una modificación de la tasa de política monetaria orientada a mantener el impulso monetario real. Las tasas de interés real ex ante parecen haber tenido un ajuste menor que el considerado en las proyecciones. En la medida en que las proyecciones se acerquen, específicamente que disminuyan las privadas, se hace más necesario el ajuste de la tasa de política monetaria.

Finalmente, hace presente el señor Valdés que además de permitir recabar más información, la mantención de la tasa de política monetaria permite profundizar la preparación del mercado para un eventual cambio de política. En la actualidad, tal vez reflejando una aversión a cambios de signo en las modificaciones de la tasa de política monetaria por parte del Banco Central de Chile, las expectativas implícitas en los precios financieros y las de los analistas son unánimes en torno a que en esta reunión la tasa se mantendrá. Hacia el segundo trimestre, sin embargo, sí hay una fracción de ellos esperando un recorte. La comunicación del Banco Central ha dejado abierta cada vez de manera más explícita esta posibilidad, pero aún no ha dado un sesgo evidente. En este sentido, si se tratara de una decisión de postergar una rebaja, cabría analizar cuánto sesgo procede indicar en la comunicación pública. Con todo, también podría argumentarse que una sorpresa puede ser útil para precisar la función de reacción del Banco Central, por ejemplo respecto de simetría y grado de activismo.

4



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

El Gerente de División Operaciones Financieras, señor Esteban Jadresic, señala que en general comparte el tenor del análisis y recomendación efectuado por la Gerencia de División Estudios. Sin embargo, comenta que los antecedentes acumulados en esta oportunidad, sugieren claramente reducir la tasa de política monetaria. Agrega que la opción de reducir la tasa de política monetaria es más coherente con el escenario central que se proyecta aquí y que también se ha proyectado y discutido en el *IPoM*. Ese escenario supone que se produce una baja entre 50 y 75 puntos base durante el primer semestre. Agrega que si ese es el supuesto central que se va a presentar muy pronto en el *IPoM*, la pregunta es, por qué podría no reducirse la tasa de política monetaria en esta ocasión. En la Minuta de Opciones se mencionan algunos argumentos, el principal para mantener la tasa es recabar más información a la luz de que existe un riesgo de reversión en el signo de la política que en caso que la inflación sea mayor a la contemplada. A su juicio este argumento no tiene mucho peso por varias razones, en primer lugar, este es un riesgo que no se puede descartar, pero no hay actualmente datos muy contundentes que sesguen los riesgos en dirección de una inflación mayor a la proyectada, que en la dirección opuesta. Cree que el principal riesgo, sin duda, es lo que pasa con la tasa de desempleo medida por el Instituto Nacional de Estadísticas, más algunos indicadores de tendencia inflacionaria que muestran un incremento en el margen. Menciona el señor Jadresic que sin embargo, la tasa de desempleo medida por el Instituto Nacional de Estadísticas se afecta por el cambio muestral reciente que se ha hecho en dicha encuesta. Asimismo, menciona que la tasa que obtiene la Universidad de Chile a nivel del Gran Santiago, aunque tienen otras investigaciones, no tiene cambio muestral y ésta arroja un nivel de tasa de desempleo bastante superior. El Gerente de División Operaciones Financieras, indica que más importante aún es que las cifras de remuneraciones no muestran presiones inflacionarias y al respecto cree que es importante constatar que la velocidad de expansión del costo de la mano de obra sigue cayendo y ha alcanzado niveles de 4,5%, claramente por debajo de lo coherente con la inflación meta. Agrega el Gerente de Operaciones Financieras que es un riesgo tener una inflación incluso menor a la proyectada, debido a que cuando uno hace este balance de riesgo no es obvio que el primero sea mayor que el segundo. Indica el Gerente de División Operaciones Financieras que en segundo lugar, cuando se miran estos riesgos, es cierto que una inflación mayor a la contemplada y en la medida que eso lleve a una reversión de política en el futuro, puede implicar algún costo comunicacional y de mayor inestabilidad en la tasa de política monetaria. Manifiesta que sin embargo, contra esto también hay que considerar el riesgo de desanclaje de expectativas en el caso que se dé una inflación inferior o incluso similar a la que está proyectada en este escenario central del *IPoM*. Agrega que el Banco ya tuvo que enfrentar una situación similar hace aproximadamente tres años y en esa oportunidad superó la prueba actuando rápidamente y haciendo una baja considerable. Menciona el señor Jadresic que hoy día el Banco Central tiene la ventaja de saber con mayor anticipación que la inflación puede caer a niveles incómodos. Si éste no actuara ahora significaría aumentar la inestabilidad de la tasa de política monetaria y también los problemas de comunicación para el futuro, este riesgo existe incluso en el escenario central, pero obviamente que se acentúa si la inflación estuviera aún más por debajo.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Jadresic, destaca que aunque siempre se puede seguir esperando, ya se ha acumulado bastante información. Como señaló en la mañana, el escenario de brechas que han dejado de cerrarse y de una velocidad de expansión de la inflación subyacente y el IPCX1 cercano al 2%, no es sólo algo que ha observado en los últimos meses después de septiembre, En realidad es algo que viene desde mediados de año y si no antes. Para ilustrar el punto indica que la proyección de IPCX1 para el año 2006 se fue ajustando durante el año, en enero se proyectaba un 3,3%, en mayo un 3,1%, en septiembre un 2,7% y en diciembre un 2,1%. Se sabe que fue un 2,4% pero se ha





BANCO CENTRAL DE CHILE

explicado que ocurrió por factores puntuales. Claramente se observa una reducción en las proyecciones de inflación subyacente IPCX1 del orden de un punto porcentual a lo largo del año, agrega que esto fue ocurriendo durante todo el año; no solamente a partir de septiembre en adelante, entonces, en este sentido comparte plenamente la visión de la Gerencia de División Estudios en que la decisión de hoy debe tomarse no en función de los datos puntuales de diciembre, sino que de los datos acumulados desde antes y eso fue justamente lo que se debatió en la Reunión de Política Monetaria anterior. Se dijo que para el próximo *IPoM* esto se iba a discutir con mayor profundidad. Agrega el señor Jadresic que hay que ir más allá, no sólo a septiembre, sino que al período previo.

Por último, el Gerente de División Operaciones Financieras menciona que puede ser tentadora la posibilidad de postergar está baja de tasas hasta después de la presentación del *IPoM*, de manera de no sorprender a los mercados ya que no se espera un ajuste en la tasa hoy y eso es algo que debe considerarse. Sin embargo también hay que tomar en cuenta que postergar esta decisión no implica hacer una comunicación más fácil al momento del *IPoM*, porque dado lo que está contenido en éste, la pregunta natural va a ser por qué el Banco Central no actuó frente a esas proyecciones o antecedentes que se están presentando en el *IPoM* y de todas maneras, ahora o en algún momento los problemas de comunicación van a surgir.

El Gerente de Investigación Económica don Klaus Schmidt-Hebbel hace presente que el último mes ha traído novedades importantes. En lo externo, se ha observado una caída intensa, no anticipada, de los precios del petróleo y del cobre, donde la dominante caída del precio del cobre se ha reflejado en una reducción moderada de los términos de intercambio y, probablemente, en una moderada depreciación del peso.

Asimismo, el Gerente de Investigación Económica señala que en lo interno, este último mes ha habido sorpresas negativas en actividad y positivas en empleo y desempleo. Los costos laborales se muestran acotados y así lo son las medidas de inflación total y subyacente. Sin embargo, los indicadores de tendencia inflacionaria han aumentado levemente y están en un rango entre 2,5% y 4%, recuerda que a comienzos de 2004, coincidente con el *shock* de baja inflación, estaban en un rango entre 0,5% y 1,5%. Indica que otras novedades del mes incluyen alzas en las compensaciones inflacionarias, aunque en el horizonte relevante aún están algo por debajo de 3%, pero ancladas al 3% a horizontes mayores. También ha habido sorpresas positivas en el consumo y en la inversión, mostrando una demanda agregada que crece fuerte y lo seguirá haciendo en el año 2007. Ello se apoya en condiciones monetarias y financieras aún expansivas, que se reflejan en el aún muy elevado crecimiento actual y proyectado del crédito.

Agrega el Gerente de Investigación Económica don Klaus Schmidt-Hebbel, que el escenario base tiene un brecha de actividad medida por la diferencia entre las estimaciones del PIB efectivo tendencial, con un fuerte cierre en el cuarto trimestre de 2006, llegando a un valor negativo de 1,5%, uno de los más pequeños desde el año 1998. Las cifras de empleo, en cambio, muestran una brecha que podría ser menor o incluso levemente positiva. Esto levanta tres preguntas. Primera pregunta: ¿sugiere esta brecha que estemos ad portas de una inflación salarial, del tipo sugerido por curvas de *Phillips* convencionales, basadas en datos históricos internacionales o nacionales? Probablemente no, por dos razones: una es cíclica; en Chile existe una mayor inflexibilidad de los salarios reales al ciclo del producto y del empleo, que en otras economías abiertas, como lo muestran el Asesor del señor Ministro de Hacienda, señor Luis Felipe Céspedes y el Consejero señor José De Gregorio. La otra es de tendencia: Si Richard Freedman está en lo correcto, los salarios del trabajo no calificado están bajando, como tendencia mundial, por China e India, y si ello se observa con más intensidad en el presente, la relación histórica entre crecimiento salarial y desempleo cíclico puede verse transitoriamente debilitada. Segunda pregunta, más importante para la discusión de política: ¿cuáles son las implicancias de la inelasticidad de los salarios al ciclo para la inflación?, la



BANCO CENTRAL DE CHILE

respuesta depende de la forma en que se determina y comporta la inflación. En la medida en que las expectativas de inflación están relativamente bien ancladas y la inflación está más fuertemente determinada por estas expectativas de inflación futura, porque son ellas las que se reflejan en las fijaciones y reajustes de precios por los productores e intermediarios hoy y mañana, el comportamiento de los salarios es más secundario en la inflación. Tercera pregunta: ¿significa esto que la brecha de empleo no tiene valor informacional para reflejar presiones inflacionarias futuras? No, porque a diferencia de la brecha de actividad, que está basada en una variable inobservable, la brecha de empleo es observable y puede ser, por tanto, una buena *proxy* de la brecha efectiva de actividad. Y en la coyuntura actual, en la que se han manifestado dudas validadas respecto del crecimiento tendencial del escenario base, dicha brecha de empleo podría reflejar una brecha de actividad verdadera menos negativa, indicando presiones inflacionarias futuras más intensas.

Asimismo, el Gerente de Investigación Económica indica que el escenario base que se está discutiendo supone reducciones en la tasa de política por algunos trimestres, con una reversión que se iniciaría ya en el cuarto trimestre del presente año y seguiría hasta la convergencia a la tasa de política neutral, estimada en 6,5% en este escenario base. Uno de los supuestos claves de este escenario es, como lo ha indicado, un crecimiento tendencial en torno a 5% y una brecha del PIB aún negativa hoy, que se deshace gradualmente hasta cerrarse completamente recién a mediados de 2008. Este nivel de brecha, complementado por las caídas en el precio del petróleo, determinaría la baja inflación que justificaría una muy temporaria reducción de tasas, considerando los siguientes factores:

(i) el vigoroso comportamiento de la demanda agregada, apoyado por bajas tasas de interés de mediano y largo plazo y un aún elevado crecimiento del crédito; (ii) las dudas fundadas sobre la estimación del nivel actual proyectado de la brecha de actividad; (iii) las expansivas condiciones financieras imperantes en el presente; (iv) la significativa brecha de 125 puntos base que separa a la tasa de política monetaria actual de la tasa de política monetaria neutral usada en el escenario base; (v) el anclamiento de las expectativas de mediano plazo, cercano al 3%, coherente con que el mercado espera unánimemente una mantención de tasa; (vi) un tipo de cambio algo más depreciado; y (vii) los riesgos inherentes en una reversión muy pronta, y aún más intensa, de la eventual reducción de tasa de política monetaria prevista en el escenario base.

El Gerente de Investigación Económica don Klaus Schmidt-Hebbel, concluye que el valor de la opción de espera en reducir la tasa es particularmente alto este mes.

El Gerente de Mercados Financieros Nacionales don Beltrán De Ramón, menciona que si bien las opciones propuestas son mantener o bajar la tasa de política monetaria, el hecho que la inflación proyectada para los próximos meses se mueve a la baja y que el cierre de brecha de actividad en lo más reciente se haya dilatado, lo llevan a considerar positivamente la opción de un recorte de la tasa de política monetaria para esta reunión. Agrega que ello ayudaría a llevar la inflación paulatinamente al 3% y contribuiría a cerrar las brechas de actividad a un ritmo más rápido que el estimado previamente.

En efecto, la inflación a diciembre de 2007 aparentemente se aproxima a niveles más cercanos al 2% - 2,5%, y si a eso se le agrega la reciente brusca baja de combustibles (hoy en US\$ 53 y fracción) y el poco efecto que tendría la entrada del Transantiago, este indicador podría alcanzar niveles del 2% o incluso más abajo. No se observa presiones salariales ni de costos que lleven a pensar en algo diferente a este escenario de baja inflación.

Señala el señor De Ramón, que las expectativas inflacionarias de mercado que se recogieron hasta ayer muestran sólo parcialmente este escenario de baja inflación, situándose en un rango entre 2,5% y 2,7%, las que se aceleraron marginalmente en las últimas semanas por el desconocimiento del impacto en el IPC del reajuste tarifario eléctrico y por la

49



BANCO CENTRAL DE CHILE

eventual alza de tarifas del Transantiago, lo que puede ser atribuido a un comportamiento conservador de los agentes económicos, como hemos visto en otras ocasiones. Indica que ello ha llevado a elevar las expectativas del IPC para enero y febrero a un acumulado de 0,3%, considerando que históricamente este bimestre tiene inflaciones nulas o negativas (el extremo fue de un 0,4% hace dos años atrás). Menciona que sin embargo, la misma estimación para marzo se sitúa en 0,6%, muy similar al efectivo de años anteriores. Si la expectativa para enero y febrero estuviera medianamente en línea con este valor final o valor estimado del 0,3%, no es claro que los agentes privados hayan considerado para marzo la mayor base que produciría una elevación de ésta para el bimestre enero-febrero, por lo que teme que la expectativa para marzo pudiera estar sobreestimada. Agrega el señor De Ramón que no es de extrañar que, a medida que estos factores se despejen, la expectativa baje y se acerque a nuestro escenario de 2,3%, o incluso más bajo. Señala que algo de eso se vio en el día de hoy, cuando hubo un alza de 5-10 puntos base en los BCU y una caída de 10 puntos base en los BCP, movimiento bastante brusco que se atribuyó a la menor inflación por la baja más reciente del petróleo. Además, hoy los seguros de inflación a un año están en 2,3% contra 2,6% de ayer, una baja inusualmente elevada.

El Gerente de Mercados Financieros Nacionales don Beltrán De Ramón, manifiesta que considerando todos estos antecedentes, la decisión de baja de tasas es la más plausible, su consulta es ¿cuándo?

El Gerente de Mercados Financieros Nacionales, comenta que además de las razones de fondo, como el evitar que la inflación se vaya para abajo muy rápido, lo que hace atendible hacer el recorte lo más pronto posible, hay también una razón táctica. Señala el señor De Ramón, que en los próximos días aparecerán datos de actividad que probablemente van a estar bajo lo esperado, por efectos calendario u otras razones, e inflaciones mensuales que a primera vista son bajas o normales, que no son las habituales en enero o febrero, lo que hará más fácil explicar esta decisión de recorte de la tasa de política monetaria. Asimismo, menciona que por el contrario, esperar por ejemplo hasta marzo, como una forma de acumular más información, haría más difícil de explicar un recorte de tasas si se diera una probable coyuntura justo en ese momento, de que los Imacec de enero y febrero fueran más altos y la inflación estuviera en niveles que si bien son normales para esa época del año, se consideran elevados; entonces, su recomendación es acortar la tasa.

El Gerente de División Política Financiera señor Pablo García, señala que está de acuerdo con la visión de la Gerencia de División Estudios respecto a que las opciones más plausibles son la mantención o la disminución de la tasa de política monetaria. En opinión del señor García, la medida de política monetaria más adecuada es la reducción de la tasa de política monetaria en esta ocasión. Agrega que las consideraciones para ello provienen básicamente de que el esquema de política monetaria y la forma cómo se realiza el análisis de proyecciones permiten anclarnos en análisis previos, para así poder analizar de manera coherente el desarrollo de la coyuntura. El hecho que se utilice una regla de política mecánica para la realización de proyecciones no debe ocultar que la aplicación juiciosa de modificaciones al modelo subyace finalmente a la trayectoria de inflación y tasas proyectadas más probable que sostiene el *IPoM*.

Así, en un primer orden de cosas, en septiembre se estimaba que lo recomendable era mantener la tasa de política monetaria constante por un año o más, lo que fue comunicado y asumido por el mercado en el curso de los meses que siguieron, reflejándose en una reducción significativa de la estructura de tasas. Buena parte de este diagnóstico se basó en una reducción significativa de la tasa de política monetaria neutral, hecho que no ha ameritado revisiones en esta vuelta. Desde septiembre, sin embargo, el entorno macro no fue invariante, la acumulación de noticias desde esa fecha hasta hoy (menos inflación, menos crecimiento/más brecha, fenómenos de magnitud considerable y con persistencia hacia los



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 102  
Política Monetaria  
11.01.2007 20.-

próximos trimestres), indican que el impulso monetario debiese ser más expansivo que una tasa de política monetaria constante por cuatro o más trimestres.

El Gerente de División Política Financiera, señala que respecto a otras consideraciones, en un segundo orden de cosas siempre se toman y ponderan los riesgos y aspectos tácticos en torno a este escenario. Agrega que le es difícil pensar que hoy los riesgos estén sesgados en una dirección evidente y tengan tal combinación de probabilidad/impacto que hagan más recomendable mantener la tasa que bajarla, particularmente cuando las sorpresas positivas y negativas, que se han observado históricamente, han tendido a ser más persistentes que lo previsto. El principal riesgo a su entender que podría justificar una pausa, es que la revisión de la tasa de política monetaria neutral en septiembre fue excesiva y que la estructura de tasas de largo plazo está desalineada, pero en las discusiones internas este tema no ha sido destacado.

Finalmente, el señor García hace presente que, en tercer lugar, los argumentos tácticos en términos de que esto no está siendo esperado por el mercado y que existen riesgos de reversión, en su opinión hoy no pesan demasiado, pues suponen que en un escenario de proyección base con aspecto metodológico su mantención es más firme y creíble que en un escenario con "alzas pausadas". Agrega que de hecho hubo cambios de inflexión en la trayectoria de la tasa de política monetaria esperada que ocurrieron en el proceso de normalización pasado, entre 2004 y 2006, con impactos significativos en la estructura de tasas de interés y que no fueron esperados por el mercado. Menciona el señor García que, para efectos de la incidencia en inflación y crecimiento, dichos cambios fueron de mayor magnitud que una reducción modesta de la tasa de política monetaria en la actualidad, como lo sugerido en las opciones, de 25 puntos base.

El señor Ministro de Hacienda don Andrés Velasco, señala que en las diversas Reuniones de Política Monetaria en que le ha tocado participar, es decir desde marzo de 2006 a la fecha, considera que a este Consejo le ha tocado enfrentar situaciones delicadas, ambiguas o de resolución incierta. En esta ocasión, le parece que este es un caso muy distinto. Aquí los hechos apuntan claramente en una dirección de reducir la tasa de política monetaria. Señala el señor Ministro que sobre el particular va a argumentar por qué le parece que es así. Indica que dos antecedentes ya han sido mencionados, pero él los quiere reiterar. Manifiesta en primer lugar, que la actividad a lo largo del año 2006 y lo esperado en este momento por el Banco Central de Chile para el año 2007, es menor a lo estimado anteriormente en los diversos *IPoM* y hace suyo el argumento que ya se mencionó en relación a que no se trata de cambios marginales de mes a mes, sino que es integral. Como se señaló en la mañana, se refiere a innovaciones en la información disponible y en las proyecciones disponibles que nos deben llamar a alerta. En segundo lugar, señala el señor Ministro, las presiones inflacionarias y las presiones de costos son sustancialmente hoy día menores a las que se preveían hace un mes, en el *IPoM* pasado. Se refiere especialmente a los costos salariales y las presiones de costos vinculadas a la energía. El señor Ministro informa que esta tarde se anunciarán los precios del Transantiago, señala que el valor del troncal va a continuar en \$ 380.- y en el metro van a ver cambios muy menores, en el corto plazo la estructura de precios no variaría, por lo tanto hace presente que hay un factor de riesgo que desaparece. Continúa señalando que con los antecedentes que se han aportado cree que se tiene una visión bastante clara.

Indica el señor Ministro que en materia de inflación que es el objetivo central del Banco Central de Chile, lo que presenta la Gerencia de División Estudios en su proyección es muy decidor, un escenario central en que la inflación es cerca de 1% menor a la que se estimó para igual escenario en el *IPoM* anterior y una trayectoria que por buena parte del año 2007 está incómodamente baja dadas las metas del Banco Central. Agrega, que un posible considerando es debido a que el mercado tiene expectativas o proyecciones de inflación distintas. ¿Cuánto peso se le debería asignar a este hecho? Su opinión es que es debatible,



BANCO CENTRAL DE CHILE

agrega que se le debería asignar poco peso por dos razones: la primera, es porque cuando el Banco Central cambia de proyecciones, el mercado reacciona inmediatamente. El señor Ministro señala que este es un hecho revelador que de alguna manera le hace tener poca fe en la calidad técnica de las proyecciones del mercado. En segundo lugar señala que si se tienen modelos distintos en el mercado para proyectar la inflación, eso lleva a una discusión teórica que en algún momento se tuvo en la literatura en relación a la incertidumbre de modelos; agrega que esta literatura no tiene conclusiones terminantes para lo que se debe hacer en el caso de política monetaria.

El señor Ministro de Hacienda don Andrés Velasco, señala que mencionados estos antecedentes, le parece que la acción de política consistente con mantener el horizonte relevante a una inflación del 3% es una reducción de la tasa de política monetaria, y esto además es congruente con la mantención de una tasa real de interés que es la que al final de cuentas va afectar la actividad. Hace presente el señor Ministro que el Consejero señor Manuel Marfán lo mencionó en la reunión de la mañana, es decir con una tasa nominal fija caen las propiedades de inflación, cae la tasa real. Hay un matiz que tiene que ver con cuánto espera el mercado que se dé, agrega que por lo tanto la proyección ex ante del Banco Central y la proyección ex ante del mercado puede que no sean las mismas. Su comentario al respecto ya lo manifestó en relación a la calidad del mercado; el segundo comentario, se refiere a la inflación que va a estar disponible en un poco tiempo más en el *IPoM*. El señor Ministro manifiesta que las proyecciones de mercado se van a ajustar y por lo tanto la real ex ante del mercado subiría considerablemente apenas se reduzca la tasa nominal de política, argumento adicional entonces para actuar en esa dirección.

Agrega, el señor Ministro de Hacienda la consideración respecto del aspecto táctico de la decisión que se adopte, es decir si se debe actuar en dirección que el mercado anticipa. El señor Ministro señala que en el pasado él se ha pronunciado al respecto y en esta oportunidad quiere reiterar tres cosas; la primera, es que toda la teoría dice que la política monetaria debe efectuarse sobre la base de las proyecciones propias y no las ajenas, de otro modo, lo que ocurre es que la tasa de inflación baja pasa a estar indeterminada, menciona que eso se dijo en la mañana y están todos de acuerdo, por lo tanto no le parece que desde ese punto de vista el temor de sorprender al mercado sea un argumento para no actuar. Agrega el señor Ministro que lo segundo es que si se está pensando acerca de la efectividad de un cambio en la tasa, también se sabe y hay literatura al respecto, que los cambios no esperados son más efectivos que los cambios esperados y por lo tanto si lo que se busca es efectividad, ese es un argumento adicional para actuar.

Finalmente, el señor Ministro de Hacienda don Andrés Velasco, menciona que debido a que él no contaba con la información histórica en relación a cuántas veces el Banco Central había actuado bajando la tasa de política monetaria cuando el mercado no lo esperaba, según el recuento que se hizo fueron ocho veces; este dato se pudo obtener a partir del momento que existen encuestas de expectativas y por lo tanto se puede hacer la comparación. Hay ocho oportunidades señala el señor Ministro en que la tasa fijada por el Banco Central de Chile ha sido inferior a la tasa que el mercado anticipaba, en algunos casos con márgenes nada despreciables de más de 50 puntos base, por lo tanto, el antecedente histórico tampoco le parece que deba ser paralizante.

El señor Ministro de Hacienda don Andrés Velasco, señala que sobre la base de estos argumentos, reitera su convicción de que corresponde hacer un ajuste en la tasa de política monetaria de 25 puntos base.



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

El Consejero señor Enrique Marshall, agradece al staff el material preparado para esta reunión.

Señala el señor Consejero que el escenario externo, para nuestra economía, se mantiene favorable. Las perspectivas de crecimiento global no muestran grandes variaciones. Indica que se refuerza la perspectiva de un aterrizaje suave en los Estados Unidos de América, pero subsiste el riesgo de que la desaceleración se profundice y se extienda a otras regiones. La preocupación por la inflación en los países desarrollados no ha desaparecido, pero se ha atenuado. Manifiesta el señor Consejero que los mercados financieros internacionales han permanecido relativamente estables. Las tasas de interés de largo plazo han subido algunos puntos base, pero las condiciones para los países en desarrollo mantienen el sello favorable prevaleciente en el último tiempo. Indica que la noticia más relevante ha provenido de los "commodities". Tanto el precio del petróleo como el del cobre han mostrado ajustes a la baja significativos en el curso del último mes.

En el frente interno, manifiesta el señor Consejero, los agregados monetarios muestran tasas de expansión similares a las observadas en meses anteriores. Por su parte, las colocaciones bancarias siguen exhibiendo tasas de crecimiento altas, pero con una gradual tendencia a la baja. Las tasas de interés para los instrumentos de largo plazo han permanecido relativamente estables con algunos ajustes leves al alza. Las tasas cobradas por los créditos bancarios no han experimentado cambios significativos. Indica que el peso se ha depreciado en el curso del último mes. La demanda interna ha vuelto a mostrar un vigoroso crecimiento. Las expectativas de las empresas y los consumidores no han experimentado cambios apreciables y se han estabilizado en niveles que denotan un moderado optimismo. Señala el señor Marshall que los datos de actividad del cuarto trimestre muestran un repunte, pero algo menor al esperado.

Agrega el señor Consejero, que en materia laboral se mantienen las tendencias observadas en los últimos meses. El empleo total crece en forma importante impulsado por una vigorosa expansión del empleo asalariado, y la tasa de desocupación sigue observando una tendencia a la baja. Las presiones de costo están contenidas y el costo de la mano de obra sigue exhibiendo tasas de variación acotadas, que incluso han tendido a bajar.

En materia de inflación, el Consejero señor Marshall señala que las cifras de diciembre estuvieron por sobre lo esperado. Con todo, las distintas medidas de inflación cerraron el año con valores en la parte baja del rango de tolerancia. Los indicadores de tendencia inflacionaria muestran en general incrementos marginales que revierten en parte el proceso de ajuste a la baja que venían observando con anterioridad.

Las expectativas de mercado para plazos cortos se ubican por debajo del 3%, pero para plazos más largos siguen ancladas en torno a esa cifra, lo que nos lleva a visualizar un escenario central donde la actividad repunta gradualmente y la inflación se mantiene baja. Sin embargo, los riesgos de desviaciones respecto de este escenario base son altos y han aumentado. De hecho, manifiesta el señor Consejero, el mercado espera una convergencia de la inflación al 3% bastante más rápida que la contemplada en nuestras proyecciones y existen datos que introducen dudas sobre la magnitud efectiva de las holguras de capacidad existentes en estos momentos. En este contexto, las opciones plausibles o razonables, en su opinión, son mantener la tasa en su actual nivel o bajarla tan sólo 25 puntos base. Indica que, sin duda, la disyuntiva es compleja, porque existen argumentos en una y otra dirección.



Sin embargo, señala el señor Consejero, la opción de bajar la tasa es la que aparece más concordante con nuestro escenario central, que en este caso, es el resultado de un ejercicio completo de proyecciones efectuado como parte de la preparación del *IPoM* que será dado a conocer en los próximos días. Sin duda, esta decisión conlleva riesgos, el riesgo de vernos enfrentados, por un cambio brusco de escenario, a la necesidad de revertir esta decisión en un plazo breve, lo que podría afectar nuestra credibilidad y también el riesgo de una lectura equivocada por parte del mercado, considerando que éste espera otra decisión, por lo que es muy importante el mensaje que será transmitido. Con todo, señala que en este caso privilegia la conveniencia de una acción de política lo más en línea posible con nuestro escenario central recién preparado y, en particular, con la perspectiva de una inflación bastante baja para los próximos trimestres visualizada en dicho escenario. Por tanto, manifiesta el Consejero señor Marshall que entiende esta decisión como un ajuste a la tasa de política monetaria frente a un cambio en la trayectoria de la inflación esperada para los próximos trimestres, que en buena medida responde a un factor exógeno.

Considerando los riesgos ya mencionados, estima que la orientación de la política debe mantener un sello neutral. Las decisiones que se adopten en los próximos meses, deben quedar supeditadas a los nuevos antecedentes que se reciban sobre la trayectoria de la actividad y la inflación.

En virtud de lo señalado, el Consejero señor Enrique Marshall vota por bajar la tasa de política monetaria en 25 puntos base para quedar en 5,0%.

El Consejero señor Manuel Marfán agradece el análisis del *staff* que en esta oportunidad es más completo por la cercanía del próximo *IPoM*.

Señala que respecto de la Reunión de Política Monetaria anterior, la principal sorpresa en el escenario externo, ha sido la normalización más rápida a la esperada en los precios internacionales, especialmente el del cobre. Respecto del *IPoM* de septiembre, el cambio de escenario externo también se ha concentrado en los precios, con una caída mayor a la anticipada en el precio del petróleo y una proyección de 40 puntos base de menor tasa de interés internacional hacia fines del horizonte de proyección. Indica el señor Consejero, que el crecimiento mundial esperado no presenta variaciones relevantes en nivel y sólo contiene algún cambio en su composición. Con todo, señala que el escenario externo proyectado sigue siendo ampliamente favorable para el país.

El escenario interno, indica el señor Marfán, ha sufrido mayores alteraciones desde el último *IPoM*. En relación a la actividad, en septiembre pasado el análisis suponía una reversión rápida de las sorpresas transitorias que se habían identificado; aunque parte de esa reversión sí se verificó, ésta fue más lenta a la anticipada, postergándose para este año parte de lo faltante. También ahora se han verificado sorpresas más persistentes, que aunque no se profundizarían en nuestro escenario central, tampoco se revertirían. Un ejemplo de lo anterior fue el cambio inesperado en la composición nacional importado del consumo habitual en 2006. Así, aunque la nueva proyección para el año 2007 considera una velocidad de expansión similar a la proyección de septiembre, para el sector no recursos naturales, que es el que interesa, esa velocidad pivota sobre un fin de año 2006 más bajo, generando un cuadro de brecha del producto marginalmente mayor durante 2007. Las cifras de ocupación y desocupación, sin embargo, no avalan un escenario de brechas más holgado, lo que justifica que en nuestro escenario de riesgos se haya considerado la posibilidad contraria. En la discusión, la principal duda respecto de las cifras de empleo y desempleo no son los niveles, sino que básicamente tiene que ver con lo que han estado mostrando las tasas de participación y con las implicancias sobre tasas de crecimiento y PIB tendencial.

47



Indica el señor Consejero que los cambios en el escenario de inflación son aún más significativos y que hay varias razones que los explican, pero la más importante, es un precio internacional del petróleo considerablemente más bajo al del escenario central de septiembre, tanto por su impacto directo en el IPC proyectado, como por su propagación hacia las medidas subyacentes proyectadas. El nuevo escenario proyecta una menor inflación promedio proyectada para 2007 y 2008, en torno a 140 puntos base y 40 puntos base respectivamente, en comparación al escenario de septiembre.

El Consejero señor Marfán señala que la tasa de política monetaria ha permanecido invariable durante todo este período, y que una misma tasa nominal de política monetaria con una inflación proyectada a lo largo del horizonte de política más reducida, implica necesariamente una tasa de política real más elevada. Manifiesta que el principio de Taylor aconsejaría reducir la tasa de política monetaria, solo por este efecto, ya que el mecanismo de transmisión de la política monetaria hacia la demanda agregada se da a través de la tasa real y no de la nominal. Cabe considerar, sin embargo, que el mercado está proyectando una inflación más elevada que el Banco Central de Chile, para el mismo período, lo que introduce alguna complejidad al argumento anterior. Sin embargo, indica el señor Marfán, el Banco debe ser autoconsistente entre el escenario macroeconómico que hace público y sus decisiones de política. Con todo, señala que el análisis en torno a nuestro escenario central, que será público en los próximos días, apunta de manera no ambigua a la necesidad de reducir la tasa de política monetaria, para alcanzar nuestra meta de inflación en el horizonte habitual de política.

Por estas razones, el Consejero señor Manuel Marfán vota por reducir la tasa en 25 puntos base, en esta oportunidad, en el entendido de que con un cuadro de menor inflación proyectada, esa reducción no necesariamente debe interpretarse como una instancia monetaria más expansiva.

El Consejero señor Jorge Desormeaux agradece el valioso apoyo que se ha recibido del *staff* del Banco para esta reunión.

Indica el señor Consejero, que la decisión es particularmente difícil. Como destaca el Informe de la Gerencia de División Estudios, los desarrollos más recientes, tanto en el entorno externo como en el plano interno, no son suficientes por sí solos para justificar una decisión de recortar la tasa de política monetaria. Ésta proviene, fundamentalmente, de las proyecciones de inflación que surgen de nuestro escenario central de proyecciones. De acuerdo a éste, se requiere de una menor tasa de política monetaria para compensar la caída de la inflación proyectada y entregar un leve mayor estímulo real a la economía, para garantizar la convergencia de la inflación a la meta en el plazo de dos años.

Sin embargo, señala el Consejero señor Desormeaux, desea analizar los riesgos de que esta inflación futura, en la práctica, sea más elevada de lo que se ha proyectado y por lo tanto, nos lleve a una temprana reversión de política, con los costos reputacionales que ello conlleva. Un documento reciente que estudia la función de reacción de la Reserva Federal durante las administraciones de Volcker y Greenspan señala lo siguiente, traducción propia, "el gradualismo de la Reserva Federal es una tendencia que revela aversión a las reversiones". Señala, que la Reserva Federal generalmente espera a que un nuevo escenario se asiente antes de cambiar la instancia de política. ¿Por qué se podría estar subestimando la inflación futura?. Indica el señor Consejero, que se ha mencionado, en primer lugar porque el crecimiento del PIB tendencial podría ser menor de lo estimado y con ello la brecha de capacidad correspondientemente menor; agrega que se ha revisado la tasa neutral, pero no el PIB tendencial, una tarea que se ha dejado pendiente para el futuro. En segundo lugar, porque tal vez las menores holguras del mercado laboral son una expresión genuina de la realidad de ese mercado, y la ausencia de presiones de costos laborales podría ser el reflejo de las fuerzas de la globalización, como mencionó el Gerente de Investigación Económica señor Klaus





BANCO CENTRAL DE CHILE

Schmidt-Hebbel, o de la rigidez salarial, como mencionaba anteriormente el Vicepresidente señor José de Gregorio. En tercer lugar, el ajuste del tipo de cambio nominal que se ha visto, en respuesta a la caída del precio del cobre, podría profundizarse en el futuro. En cuarto lugar, el precio del petróleo podría mostrar un cambio de tendencia en sólo semanas, ante el importante cambio climático que se avecina en el hemisferio norte en las próximas dos semanas. Indica el señor Consejero, que es cierto que estos dos últimos riesgos pueden operar también en sentido contrario, pero la posibilidad de caer en una reversión de política se da sólo en el primer caso. Por último, indica que está el hecho de que la debilidad en el sector real se ha dado a nivel de la actividad y no de la demanda agregada; ésta creció un 6,3% el año pasado y se proyecta una cifra un punto menor para el año 2007, que sigue siendo elevada.

En tanto, la política fiscal en particular, aportará un estímulo sustancial a la demanda agregada este año. Por último, indica que el déficit en cuenta corriente a precios de tendencia proyectado para este año bordea el 5% del PIB.

Manifiesta el Consejero señor Desormeaux, que como menciona correctamente el Informe de la Gerencia de División Estudios, también existe el riesgo opuesto, y que la inflación futura sea muy reducida y que por demorar un ajuste, que se justifica plenamente, sea necesario profundizarlo. En su opinión, señala el señor Consejero, este riesgo es menos significativo para el Banco Central de Chile y para el país, que una temprana reversión de política, la que puede ser interpretada de diversas maneras, pero ninguna generosa para esta Institución.

Finalmente, el Consejero señor Desormeaux indica que los argumentos que ha enumerado le inclinan a pensar que el valor de la opción de esperar y acumular más información, en particular sobre la real dimensión de las brechas de capacidad de la economía, es muy alto en la actualidad. A ello se agrega un punto adicional, de orden más bien táctico que ha sido mencionado, y es el hecho de que el mercado no está preparado para una baja de tasas en esta reunión. La mantención de la tasa de política monetaria, tendría la ventaja de permitir profundizar la preparación del mercado para una toma de decisiones en esa dirección en el futuro; este argumento le parece, en todo caso, que tiene un orden de importancia menor.

Por todo lo anterior, el Consejero señor Jorge Desormeaux vota por la mantención de la tasa de política monetaria en su nivel actual de 5,25%.

El Vicepresidente señor José De Gregorio agradece al *staff*, no solo el análisis presentado sino también su excelente y arduo trabajo en la preparación del *IPoM* que sirve de base para esta discusión.

Señala el señor Vicepresidente, que tal como se comentara anteriormente, más que ver la noticia en el margen, es importante ver las tendencias acumuladas en los últimos meses de la economía chilena; esto se da más en el contexto de una detallada discusión que se ha tenido a raíz de la preparación del *IPoM*. Respecto al *IPoM* anterior, se ha consolidado una tendencia de menor crecimiento para este año y el próximo, y por sobre todo, de menores presiones de inflación y de costo.

En relación al excedente nacional, a pesar de todos los riesgos existentes hacia una menor actividad mundial, lo más significativo ha sido la importante caída del precio del petróleo, con su consecuente impacto inflacionario.

Indica el señor Vicepresidente que en el *IPoM* pasado poseíamos menores brechas de actividad, mayor inflación y una tasa de política monetaria relativamente estable por un período prolongado.

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

A su juicio, en el nuevo escenario central lo que corresponde es bajar la tasa de política monetaria, tal como lo muestra nuestro modelo de proyección. Es cierto que existen muchos riesgos, pero no hay un desbalance, tal como se ha mencionado en el lado inflacionario. Piensa que ese algo puede ser un escenario de menor inflación.

Indica el señor De Gregorio, que para decidir una baja de tasas, en particular en la coyuntura actual, se debe tomar en cuenta con detención, los argumentos que podrían hacer desistir de esta decisión. En primer lugar, hay indicaciones de algunas medidas de inflación subyacentes que estarían aumentando. Sin embargo, su nivel es aún bajo y las perspectivas son que tendrán un aumento moderado; lo que se debe agregar es que no todos los indicadores de inflación subyacente apuntan hacia un aumento. No le parece adecuado elegir el que más convenga a su argumento, solo basta señalar que esta evidencia es muy parcial y las proyecciones apuntan a una moderada evolución de la inflación subyacente, incluso con una reducción de la tasa de política monetaria. En segundo lugar, se podría argumentar que no es descartable que la brecha sea menor a la que se tiene en nuestro escenario central, en especial al observar la evolución del desempleo. Entonces, tal como se discutió anteriormente, habría que preguntarse por qué no ha venido acompañada de mayor inflación, habida cuenta de los rezagos de la reacción de los precios. De ser efectiva la menor brecha, lo que la evolución de la inflación mostraría es un menor impacto de la brecha sobre la inflación producto, como se acaba de mencionar, por ejemplo de la globalización. En tercer lugar, se puede argumentar que esto representa una sorpresa al mercado, no obstante, en su opinión, no hay razones que justifiquen que sea preferible que los cambios de tasa sean anticipados, en particular cuando las proyecciones así lo sugieren. Efectivamente, se quiere una política monetaria predecible en el mediano y largo plazo, pero no en una frecuencia mensual, más aún, le parece riesgoso esperar a que se acumulen muchas noticias que hagan evidente una baja de tasa, quedando como se dice en nuestra jerga, detrás de la curva y requiriendo de ajustes más bruscos. Precisamente, señala el señor Vicepresidente, el mercado no lo espera porque no conoce nuestro escenario central que guía nuestra decisión de política monetaria; una vez conocido el *IPoM*, de no haber bajado las tasas, la pregunta sería por qué no lo hicimos dadas esas proyecciones. En cuarto lugar, existe la posibilidad que se interprete como un cambio de orientación de la política monetaria y éste sea el inicio de un proceso de baja de tasas. Manifiesta que con la información que se posee hasta ahora, éste no sería el caso. Indica que en el mediano plazo, lo más probable es que la tasa sea mayor y aún se esté bajo la tasa neutral. Este movimiento sería una acomodación del ritmo de ajuste para cumplir más adecuadamente con la meta de inflación. Indica que podrá en el corto plazo haber mantención, alzas o bajas de tasas, cree que la instancia no tiene sesgo, pero a un plazo mayor, lo más probable es una tasa mayor. Señala el señor Vicepresidente, que para evitar una interpretación equivocada, hay que ser muy claro en la comunicación, lo que se refleja en el Informe de Política Monetaria.

Señala que existen riesgos de desviarse de nuestro escenario base, sin embargo, eso siempre puede ocurrir y hay que tomar la decisión que parezca como la más apropiada, dada la información que se posee y el análisis que ha hecho. No le parece, además, que los riesgos estén desbalanceados como para sugerir no bajar la tasa de política monetaria.

Se refiere el señor Vicepresidente a un problema que ha destacado anteriormente sobre cambios transitorios de signos de política monetaria. Indica, que más de alguna vez sugirió cautela en el proceso de alza, por cuanto se podría tener que revertir o frenar por un tiempo prolongado dicho proceso. Indica que sigue pensando que eso es deseable, no obstante, no es siempre posible. Si se hubiera sabido la evolución de la economía, lo exógeno a la política monetaria de los últimos 24 meses, ciertamente la decisión de política monetaria hubiera sido distinta y probablemente no se estaría enfrentado a esta posibilidad de bajar la tasa, pero la Política Monetaria se hace con información disponible y es por ello que cree que se ha actuado correctamente. De hecho, la tendencia recopilada en la Minuta que preparara hace poco tiempo Hermann González y Sergio Lehmann, muestra que en muchos países con muy buenas políticas monetarias existen cambios de ciclo e incluso ciclos de política, que

Lp



BANCO CENTRAL DE CHILE

aparentemente no finalizan por encima de la tasa de interés neutral, de modo que estas situaciones, aunque no generales ni deseables, son del todo posibles. Más aún, el que no haya cambios de dirección transitorios, reflejaría que las noticias recibidas son coherentes con el escenario central y lo contrario ocurriría cuando las novedades son significativas, y eso es lo que ha ocurrido en los últimos meses en la economía chilena.

Por último, uno se tendría que preguntar porqué no bajar 50 puntos base. El mercado cree que aquí existe un riesgo que podría interpretar que la reversión sea mucho más intensa de la implícita en nuestro escenario central, lo que ciertamente no es lo que se desea comunicar y también le parece prudente esperar a recibir más información para evaluar si una dosis adicional es necesaria.

Por lo anterior, el Consejero señor José De Gregorio señala que le parece que lo adecuado hoy, es bajar la tasa de política monetaria en 25 puntos base, por lo cual vota en ese sentido.

El Presidente, señor Vittorio Corbo, agradece al staff su trabajo preparatorio y también a los Gerentes que participaron dando su opinión.

Señala el señor Corbo, que el entorno externo sigue siendo favorable. Después de un muy buen año 2006, la economía mundial está experimentando una moderada desaceleración liderada por Estados Unidos de América, mientras que Europa y Asia emergente siguen experimentando un crecimiento robusto. Las perspectivas de la economía mundial apuntan a un aterrizaje suave en Estados Unidos de América, con inflación controlada y una moderada desaceleración de la Zona Euro y Japón. En tanto, el crecimiento del Asia emergente se mantendría robusto. Las condiciones financieras se mantienen favorables en cuanto a tasas de interés y *spreads*. El precio del petróleo continúa ajustándose a la baja. En contraste, el precio del cobre también se corrige en forma importante a la baja. Sin embargo, dado el marco de política actual, los efectos en la demanda interna y en la actividad de este último factor, son más bien reducidos.

Indica el señor Corbo que en la economía nacional, aunque la demanda interna continúa dinámica, las últimas cifras de actividad son más bajas de lo proyectado con la ampliación resultante en la brecha de capacidad. Como contraparte, se sigue configurando un cuadro de medidas de tendencia inflacionaria en torno a medio punto por debajo de lo proyectado en el *IPoM* de septiembre. Los indicadores de expectativas de inflación de corto y mediano plazo están algo por debajo del 3%.

Manifiesta el señor Presidente, que las proyecciones del *IPoM* de enero muestran un escenario central en que, como resultado de la postergación del cierre de brechas y variaciones de costos acotadas, las proyecciones de inflación después de ubicarse en torno al 3% por algunos meses –principalmente por efecto de bases de comparación- se tienden a ubicar en torno al límite inferior del rango de tolerancia de la meta, por un período prolongado de tiempo, para después converger al 3% en la parte final del horizonte de proyección. Este escenario contempla, entre otros supuestos, que el tipo de cambio real no difiere del observado en los últimos días, una moderación en el precio de los combustibles y un impulso monetario algo mayor al que tiene el mercado. Este escenario central de inflación tiene riesgos, los cuales han descrito muy bien tanto el Gerente de Investigación Financiera señor Klaus Schmidt-Hebbel, como el Consejero señor Jorge Desormeaux. Sin embargo, también hay riesgos que la inflación sea menor a lo proyectado, especialmente si no se da el crecimiento de los salarios proyectados y si los precios del petróleo se ajustan a la baja más de lo proyectado. Sin embargo, considera que los riesgos para la inflación están balanceados.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Agrega el señor Corbo, que en estas circunstancias, mantener la tasa de política monetaria llevaría a que la inflación proyectada comience a desviarse en forma más persistente del 3%, con lo cual se corre el riesgo que las expectativas privadas de inflación se comiencen a desanclar. Para evitar lo anterior y como se supone en el *lpoM*, es necesario reducir la tasa de política monetaria para así aumentar la probabilidad de que la inflación retorne a la meta del 3% en el horizonte de proyección.

Por lo anterior, el Presidente señor Vittorio Corbo también vota por reducir la tasa de política monetaria en 25 puntos base.

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

102-01-070111 – Tasa de Política Monetaria.

En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó reducir la tasa de interés de política monetaria desde 5,25% a 5% anual.

Comunicado

“ En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó reducir la tasa de interés de política monetaria desde 5,25% a 5% anual.

La información acumulada en los últimos meses configura un escenario de baja inflación para los próximos trimestres que justifica esta disminución de la tasa de interés, de manera de asegurar la convergencia de la inflación a 3% en el horizonte de política, es decir, en torno a dos años.

El escenario externo relevante para la economía chilena continúa favorable. A pesar de la desaceleración de EE.UU., el crecimiento mundial sigue elevado, mientras que las condiciones financieras internacionales se mantienen ventajosas. Por su parte, los precios del petróleo y del cobre han descendido en las últimas semanas, experimentando una normalización parcial más rápida que la esperada.

La información disponible sugiere que, si bien la actividad interna recobró cierto dinamismo, las holguras originadas en el inesperado menor crecimiento del año pasado persistirán por varios trimestres. Ello se observa a pesar de la vigorosa expansión de la demanda interna, en especial del consumo, del aumento del empleo asalariado y de la reducción del desempleo. Las condiciones financieras internas permanecen favorables.

Las medidas de inflación total y subyacente se ubican entre 2 y 3%, considerablemente por debajo de las proyecciones previas. En ello han influido, además de la caída en el precio del petróleo, las mayores brechas de actividad y las reducidas presiones de costo. Otros indicadores de tendencia inflacionaria siguen bajos, si bien algunos muestran una incipiente reversión, explicada por factores aparentemente puntuales. Se proyecta que en el corto plazo la inflación aumente transitoriamente a cerca de 3% por efectos de base de comparación, para luego ubicarse próxima a 2% por algunos trimestres y converger a 3% en torno a dos años.



BANCO CENTRAL DE CHILE

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 para lograr este objetivo dependerán de la nueva información que se acumule y de sus implicancias sobre la inflación proyectada.”

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17.15 horas.



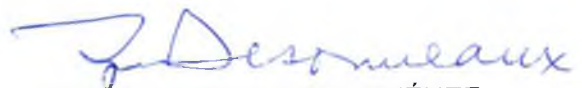
JOSÉ DE GREGORIO REBECO  
Vicepresidente



VITTORIO CORBO LIOI  
Presidente



MANUEL MARFÁN LEWIS  
Consejero



JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ  
Consejero



ENRIQUE MARSHALL RIVERA  
Consejero



ANDRÉS VELASCO BRANÉS  
Ministro de Hacienda



MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI  
Ministro de Fe

hp



## BANCO CENTRAL DE CHILE

### ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 104 celebrada el 8 de febrero de 2007

---

En Santiago de Chile, a 8 de febrero de 2007, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Vittorio Corbo Lioi y con la asistencia del Vicepresidente don José De Gregorio Rebeco y de los Consejeros don Jorge Desormeaux Jiménez, don Manuel Marfán Lewis y don Enrique Marshall Rivera.

Asiste el señor Ministro de Hacienda, don Andrés Velasco Brañes.

Asisten también:

Gerente General Subrogante, don Leonardo Hernández Tagle;  
Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldívar;  
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;  
Gerente de División Política Financiera, don Pablo García Silva;  
Gerente de División Operaciones Financieras, don Esteban Jadresic Marinovic;  
Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;  
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Igal Magendzo Weinberger;  
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;  
Gerente de Mercados Financieros Nacionales, don Beltrán De Ramón Acevedo;  
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; y  
Economista Senior, doña Erika Arraño González.

A continuación el señor Presidente fija la fecha de la Sesión de Política Monetaria del mes de agosto de 2007, para el día 9 de ese mes.

El señor Presidente señala que, como es habitual, se dará inicio al informe económico y financiero de la Gerencia de División Estudios, el cual será presentado en la parte internacional, por el Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann B. y, en la parte nacional, por el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Igal Magendzo W.

El señor Presidente ofrece la palabra al Gerente don Sergio Lehmann Beresi, para que inicie la exposición.

El Gerente de Análisis Internacional, señor Sergio Lehmann da comienzo a su exposición señalando como punto destacado del escenario internacional que éste se mantiene favorable. Agrega que se ha fortalecido una perspectiva de desaceleración gradual de la economía de Estados Unidos, mientras el panorama para la Zona Euro se mantiene positivo. En Japón por su parte, se mantienen dudas respecto a la evolución de la demanda interna, particularmente el consumo.

42



**BANCO CENTRAL DE CHILE**

Respecto al precio de los *commodities*, indica el señor Lehmann que el precio del cobre ha oscilado bajo los 2,50 dólares y hoy día algo menos de 2,40 dólares; en tanto el precio del petróleo se ha elevado ubicándose a valores cercanos a 58 dólares, valor que ha estado afectado por factores climáticos en Estados Unidos de América.

En términos de tasas de interés, agrega el señor Lehmann, las tasas nominales de largo plazo han aumentado, situación que ha sido particularmente más importante respecto al cierre estadístico del *IPoM* y no tanto a la Reunión de Política Monetaria pasada. Esto es especialmente importante en Estados Unidos de América en línea con las mejores perspectivas de actividad.

Indica el Gerente de Análisis Internacional que respecto a expectativas de Tasa de Política Monetaria, éstas se han ajustado nuevamente y dan cuenta de una eventual baja en Estados Unidos de América, bastante dilatada en el tiempo, que se situaría hacia fines de este año. Respecto a la Zona Euro y Japón, agrega que se mantienen las perspectivas de aumento de tasa, aunque hoy día se muestran algo más tenues.

Agrega el señor Lehmann que los mercados emergentes durante las últimas semanas han mostrado estabilidad. En relación con indicadores de actividad y precios en Estados Unidos de América, se ve que en general hay noticias positivas en línea con esta perspectiva de desaceleración en la actividad. Esto incluye tanto datos de venta, como producción industrial y expectativas. Respecto a datos negativos, indica que hay muy pocos.

Destaca por otro lado el señor Sergio Lehmann, que los indicadores de gerentes de compra *SM Manufacturas*, si bien estuvieron algo por debajo de lo esperado, no produjeron mayor impacto en los mercados, ni movimientos importantes en las tasas. Respecto al *ISM servicios*, en tanto, estuvo por sobre las expectativas, en línea con la idea de que el sector servicios en Estados Unidos de América mantiene un dinamismo importante.

Respecto a indicadores de precios, el señor Lehmann agrega que las noticias apuntan a que hay una menor preocupación por la inflación y eso se ha estado reflejando en los datos de tasa más recientemente. Esta situación ha estado apoyada por el comunicado de la FED a partir de su posición de mantención de la semana pasada. Indica el señor Gerente que en relación con el *ISM* se ve que el sector asociado a manufactureros y de servicios se mantiene positivo, no obstante que se desacelera en el margen; el sector manufacturero está por debajo del pivote pero de todas maneras muestra un desempeño en general, en línea con la desaceleración de la actividad y particularmente con el sector manufacturero en Estados Unidos de América.

La relación que se ha observado entre empleo y PIB, indica el señor Gerente, apunta fundamentalmente a señalar que, dado el perfil que se espera de actividad durante el año 2007 en términos de producto en Estados Unidos de América, debiera esperarse creaciones de empleo promedio mensual en torno a 90 mil, por lo tanto, de todas maneras la menor creación de empleo que se había estado observando estos últimos meses, está en línea con la perspectiva de actividad hacia los próximos trimestres.

Los indicadores de confianza, comenta el señor Lehmann, se han mantenido positivos; respecto al mercado inmobiliario, las noticias han sido significativas en términos de reforzar la idea que el ajuste que había mostrado este sector habría llegado a su fin, o por lo menos estaría en el piso. En relación con este tema agrega el señor Gerente, se recogen dos indicadores que son fuentes, la Asociación Nacional de Constructores y los Corredores de Propiedades en Estados Unidos de América, que muestran, primero, que la capacidad de



BANCO CENTRAL DE CHILE

compra de la familia ha aumentado, lo que da buenas perspectivas respecto a la actividad del sector vivienda hacia delante, y segundo, que las expectativas de venta también han ido subiendo. En relación a cuenta corriente y balanza comercial, la tendencia mostrada en el tiempo destaca que la balanza comercial ha reflejado una cierta recuperación, asociada a exportaciones que han mantenido una trayectoria positiva.

Menciona el señor Lehmann que en relación con la inflación, las últimas novedades han sido más bien positivas en el sentido que hay menor preocupación por ésta; destaca particularmente el PC Core que se desaceleró durante los últimos meses y el último mes ha estado más bien estable. La menor preocupación por la inflación ha estado ligada al hecho que el CLU ha mostrado una caída y por tanto reduce potenciales presiones inflacionarias que se pudiesen reflejar en el PC Core.

Indica el mencionado Gerente que, respecto a Europa, las señales han sido mixtas y si se miran todas las economías, focalizándose particularmente en Alemania, las noticias han sido positivas por ventas minoristas y también respecto al sector laboral. Ha habido noticias más negativas en otros países como Italia. En Francia, por su parte, aparece un elemento balanceado y las perspectivas de consumo que habían sido uno de los elementos débiles, han comenzado a mostrar series positivas. Las noticias respecto a inflación han sido más tranquilizadoras. Respecto a PMI, tal como destaca el señor Lehmann, la principal noticia ha estado relacionada con el dinamismo que ha mostrado Alemania, mientras que en el caso de Francia e Italia, las otras grandes economías de la Zona Euro, ha sido más bien estable. En relación con holguras en la Zona Euro, se aprecia que la tasa de desempleo ha tendido a caer, mientras que la que ha sido utilizada tiende a subir y esto afirma o refuerza la necesidad de ajuste potencialmente hacia delante de la tasa de interés en Europa.

Señala el señor Gerente que el sentimiento económico se ha mantenido positivo y estable en el último mes y eso hace ver que el PIB debería tender a moderar su expansión hacia el año 2007. Respecto a componentes, agrega que tanto el sector industrial como consumidores y servicios muestran una trayectoria positiva y no está focalizado en algún sector.

Indica el señor Lehmann que en lo que respecta a Japón, las principales dudas se relacionan con el consumo privado y su evolución; las cifras del tercer trimestre muestran que no está creciendo. Las perspectivas hacia delante muestran dudas, los datos de préstamos, tanto hipotecarios como individuales, han indicado una tendencia hacia la baja y por lo tanto la evolución que pueda tener el consumo hacia delante reafirma las dudas respecto al crecimiento que pueda tener. Esto también está afirmado por cifras de desempleo que si bien han bajado desde el año 2003, se mantienen estables durante los últimos meses. En términos de remuneraciones, ése también es un elemento que ha estado detrás de la evolución relativamente débil del consumo, la que se ha mantenido prácticamente sin crecimiento durante los últimos meses. Respecto a inflación, la noticia ha sido más benigna; han tendido a caer los indicadores de inflación en doce meses, lo mismo que la inflación subyacente. Respecto a crecimiento mundial, la proyección que se tiene hoy día no es distinta a la que se presentó al IPoM para el año 2006 o a la estimación 5,3%, pero destaca el hecho que dada la estimación que se tiene para el cuarto trimestre para Estados Unidos de América, llevaría a un crecimiento de 3,4%; destaca asimismo el hecho de que China habría crecido finalmente el año 2006 un 10,7%. Para el año 2007 se tiene una revisión marginal al alza en una décima y esto también asociado a Estados Unidos de América que crecería una décima más de lo que se había estimado en el IPoM de enero. El crecimiento de China marginalmente estaría más dinámico.

4





BANCO CENTRAL DE CHILE

El señor Gerente de Análisis Internacional se refiere al balance de producción y demanda por cobre refinado para efectos de apoyar la proyección que respecto al precio del cobre se tiene -fuente Cochilco-. Menciona que lo más destacable es, primero, mostrar que la oferta el año 2007 indicaría una expansión de casi 6%, mientras que la demanda crecería marginalmente por debajo de 5%. Eso da un saldo más bien positivo de superávit en el mercado del cobre. No obstante, de todas maneras es bastante marginal este aumento, es decir, esta diferencia, que se produce en inventario, que pasa de tres semanas a cuatro semanas de inventario, es bastante marginal y eso ayuda a sostener un precio del cobre similar al que se está observando hoy día, de acuerdo a la proyección de Cochilco. Indica que para el próximo año se mantiene un balance más bien positivo en términos de mayor producción de cobre, pero de todas maneras es bastante marginal y el aumento de inventario también es pequeño y eso hace prever que el precio del cobre se mantendría en niveles relativamente elevados. Todo esto lleva a apoyar la proyección que se tiene para este año de 2,30 dólares, equivalente a la que teníamos en el *IPoM* de enero, y para el próximo año de 2,00 dólares.

Señala el señor Lehmann que en términos de bancos de inversión, los movimientos o ajustes han sido pocos, pero han ido en línea con lo que se está proyectando en términos de Deutsche Bank y también lo que está proyectando Cochilco, que para el próximo año también indicó un precio promedio de 2,00 dólares, en línea o acorde con lo que se había presentado en el *IPoM*.

Respecto al mercado del petróleo, menciona el señor Gerente, se tuvo una caída importante en las primeras semanas de enero, a propósito de las condiciones climáticas benignas en Estados Unidos de América; el hecho que se hayan deteriorado después ha sido el factor principal que llevó a elevar el precio durante las últimas semanas, pero en términos de trayectoria, se mantiene la proyección que teníamos en el *IPoM*; no hay grandes diferencias en ese sentido, está relativamente alineado con lo que se estaba previendo.

Menciona el señor Gerente que en cuanto al balance proyectado para el mercado mundial del petróleo por el Departamento de Energía de Estados Unidos de América, para este año se espera un crecimiento de la oferta de producción de petróleo de 1,5%, mientras que la demanda crecería casi 2%. En este caso, se ve con signo distinto a lo que se mostraba en el caso del cobre, pero básicamente hay un balance negativo en el sentido que hay menos producción de lo que se mandaría y por lo tanto, tendríamos reducción de inventarios durante este año. Hacia 2008 tenemos una situación algo distinta, en el sentido de que la oferta crece más de lo que lo hace la demanda y eso lleva también a que se produzca cierto equilibrio, particularmente en términos del mercado del petróleo el próximo año. Esta situación ha llevado al Departamento de Energía de Estados Unidos de América a mantener un precio del petróleo en torno a 60 dólares y para el próximo año a un valor no muy distinto a eso, incluso algo mayor.

En términos de quiénes son los países que explican esta evolución de la oferta, los países que están incrementando la oferta son los países de la OPEP y en alguna medida un poco más marginal, países de la ex Unión Soviética y naturalmente Rusia. Menciona al señor Gerente que todo esto lleva a que las perspectivas de precio no se modifiquen respecto a lo que se preveía en el *IPoM* pasado, es decir, un precio promedio de 57 dólares para 2007 y 55 dólares para 2008. El precio largo plazo se ha mantenido también en 50 dólares. Consultados los principales bancos de inversión respecto a cuáles son los precios largo plazo que están viendo, la mayoría de ellos no ha modificado sus perspectivas y están en torno a 40 / 50 dólares, salvo el Departamento de Energía de Estados Unidos de América, que ha elevado su proyección de largo plazo de 57 a 59 dólares. Ellos definen largo plazo a 30 años, es decir, el precio a 30 años lo ven a 60 dólares debido a que ellos ven un mercado ajustado por los

HP



BANCO CENTRAL DE CHILE

próximos años. En términos más coyunturales, para 2007 ellos han ajustado hacia la baja su proyección, de 64 a 59 dólares y los cambios respecto a otros bancos de inversión han sido bastante marginales. Agrega el señor Gerente, que también el Departamento de Energía de los Estados Unidos de América modificó ligeramente su proyección de precio de petróleo para el próximo año. ¿Qué ha estado detrás del aumento más reciente del precio del petróleo? Básicamente la relación de inventarios de *heatingoil*, esto es, la relación de inventarios a demanda, que se mide en días de consumo. Después de haber estado mostrando una gran holgura, producto de las buenas condiciones climáticas, el frío ha llevado a reducir fuertemente esa relación y de hecho si se compara con la relación de 2006, hoy día la relación de inventarios a demanda está por debajo de lo que se veía el año pasado, pero de todas maneras está bastante por encima de lo que fue el promedio 2000 – 2004.

Respecto a Tasa de Política Monetaria indica el señor Lehmann, los ajustes en el mercado han sido bastante marginales las últimas semanas. Destaca el caso de Estados Unidos de América que se ha ajustado marginalmente hacia el alza. En el caso de Europa, por el contrario, ha sido marginalmente hacia la baja, derivado de cifras de inflación que han sido seguramente más benignas, así como también que la desaceleración ha sido relativamente gradual y se mantendría o se haría efectiva durante el primer trimestre. En el caso de Japón también se observa una trayectoria marginalmente por debajo de la que se tenía en la Reunión de Política Monetaria de enero, esto, en primer lugar, por cifras de inflación que han tenido un comportamiento más moderado, así como también por decisiones del Banco de Japón de ir postergando el aumento que el mercado tenía anticipado en algún momento. Menciona el señor Lehmann que hay cambios en las perspectivas de Tasa de Política Monetaria para el próximo año; se han ajustado a la baja y se estarían situando más bien hacia el final de este año. La posibilidad de un segundo recorte hoy día es ínfima. Menciona el señor Gerente, que las tasas de interés tuvieron un comportamiento hacia el alza a partir de cifras positivas de actividad, particularmente en Estados Unidos de América y han tendido a reducirse las tasas nominales a partir de cifras de inflación que han dado cuenta de menor preocupación por su evolución hacia delante. Respecto a paridades, el tipo de cambio multilateral de Estados Unidos de América ha estado bastante estable aunque predominan los signos negativos que apuntan a una depreciación del dólar que es bastante marginal. Por otra parte, se ha apreciado el dólar solamente respecto a un par de monedas durante la última semana.

En términos de premios por riesgo, menciona el señor Gerente, han estado bastante estables, tanto en el caso de América Latina como el MB global. Respecto a flujo de capitales, se ha mantenido una trayectoria positiva, han estado llegando flujos de capitales hacia economías emergentes durante las últimas semanas, manteniendo una trayectoria durante los últimos meses.

El Presidente señor Vittorio Corbo agradece la presentación del señor Lehmann y menciona que el escenario externo desde la última vez se ha fortalecido; agrega que en Estados Unidos de América el aterrizaje va a ser más suave, que es lo que pensaban muchos, incluso hasta los mercados financieros tienen esa opinión ya que no esperan baja de tasa, la que podría producirse hacia fines de este año. Agrega el señor Presidente que en Europa, por su parte, Alemania se sigue viendo sólida, incluso con la preocupación que había del aumento del impuesto al valor agregado en tres puntos, situación que pareciera que está siendo bien dirigida. En el resto del mundo, Asia se aspecta muy bien, India se presenta con un ritmo inusitado, proyectándose que alcanzará un crecimiento sobre 9%. Por su parte China crecerá cerca de 11%. Agrega el señor Presidente que el entorno externo sigue muy favorable y la parte financiera se ha aplanado.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Consejero señor Manuel Marfán manifiesta que tiene una duda. Señala que la sensación que le da la proyección del precio del petróleo que se mostró en el Informe es que hubo un *blip* durante enero y que se está volviendo a lo que es nuestra proyección. Indica que se debería explicar qué es lo que pasó en ese *blip*, pero la explicación que se da respecto de la razón por qué ha estado subiendo el precio del petróleo, es más bien una explicación debida a un *shock* climático, entonces, tiene la sensación que no es que se esté deshaciendo un *blip*, sino que hay un factor adicional. Solicita si se puede investigar más sobre el tema; considera que si continúa el mal clima en el hemisferio norte, probablemente el petróleo va a seguir subiendo su valor.

Sobre el particular el Gerente de Análisis Internacional indica que lo anormal dentro del escenario fueron las temperaturas inusualmente cálidas en el hemisferio norte durante las primeras semanas de enero y eso produjo el *blip*. Agrega que hoy día se está en una situación más normal en términos históricos, no obstante que ha sido algo más fuerte la situación climática, pero menciona que se está en una trayectoria normal dentro de una evolución relacionada con ese factor.

El Gerente de División Estudios, señor Rodrigo Valdés, indica que respecto al petróleo cree que, dado lo que hizo el Departamento de Energía de Estados Unidos de América y lo que han hecho los bancos de inversión, nuestro escenario central puede estar un poco sesgado al alza respecto al precio del petróleo.

El señor Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco, agrega que hay más riesgos de lo que se prevé en el escenario base.

Por su parte, el señor Rodrigo Valdés señala que el escenario base es el escenario base y que lo que él dice es que cuando se hizo el *IPoM* se tenía la percepción de que los riesgos al alza o a la baja eran más bien acotados. Pero éstos se han movido, dado lo que ha pasado con las demás proyecciones, más bien al alza que a la baja. Lo segundo que agrega el señor Valdés, es que a uno se le olvida que el uso de la palabra *strong* digital en una conferencia significa alza de tasa el próximo mes.

El Presidente señor Corbo menciona que el único comentario que haría es que el tema del petróleo todavía no está muy claro, porque durante la semana hubo muchas noticias que indicaban que el petróleo tendría un alza y sin embargo no alcanzó los 60 dólares, pues hasta Arabia Saudita, que señaló que iba a cumplir con la restricción de la OPEP, la está cumpliendo. Estima que respecto al tema del petróleo cabría esperar un tiempo más, porque si con la restricción no alcanzó a 60 dólares y con el clima tremendamente duro del hemisferio norte tampoco pudo llegar a esa cifra y tuvo una baja nuevamente, a lo mejor hay otros factores importantes que están influyendo en el precio.

El Gerente de Mercados Financieros Nacionales, señor Beltrán De Ramón resalta lo volátil e impredecible del mercado del cobre y cree que el del petróleo no lo es tanto. Respecto al cobre, señala que no está claro para dónde va. Menciona que la mirada de algunos analistas indica que llegará a 2,10 dólares ó 2,0 dólares, y otros, dicen que vuelve a 2,90 dólares. Indica que el precio está muy volátil todos los días, incluso con diferencias



BANCO CENTRAL DE CHILE

sustantivas entre Nueva York y Londres. Agrega que ha habido días en que Nueva York está 3% arriba y al día siguiente vuelve atrás y por su parte Londres cae. Indica que esas variaciones van más o menos de la mano y cree tienen relevancia para el tipo de cambio. Agrega el señor De Ramón que es una variable de incertidumbre que está ahí y que debilita al peso, entonces habría que observar cómo siguen desarrollándose los acontecimientos, los que considera importantes.

El Consejero señor Jorge Desormeaux comenta que le parece interesante explorar qué está pasando con las paridades en Asia. Le da la impresión que los países asiáticos están llegando al extremo de su capacidad para mantener inalteradas las paridades respecto del dólar. Comenta que hace poco las proyecciones del *Consensus Forecast* o JP Morgan hablaban de depreciación del yuan en un 10% este año. Manifiesta que no sabe cómo afecta esa situación a nuestras proyecciones de inflación, pero cree que es un hecho interesante. Agrega que Asia está llegando al fin de este intento por mantener sus paridades inalteradas y que, en consecuencia, hay una apreciación de las monedas asiáticas.

El Gerente de Análisis Internacional, señor Sergio Lehmann agrega que respecto al yuan, las expectativas son que durante este año se aprecie y las presiones en ese sentido se han mantenido, por lo tanto el escenario central contempla un yuan que se aprecie en torno a 3% - 5% al menos. Puede ser que se aprecie más al final. Menciona que este es un tema que se está monitoreando.

El Vicepresidente, señor José De Gregorio hace mención a que se está produciendo un *lowlanding*, pero dada la situación, indica que le cabe la duda si se trata de un *lowlanding* o un *forcelanding*.

El señor Ministro de Hacienda consulta respecto a qué hace suponer que si hay *lowlanding* por seis meses o doce meses, el aterrizaje después es más abrupto o qué podría gatillar aquello. Señala que hace años se viene especulando que va a haber una reversión del flujo de capitales y que esa sería la razón que gatillaría el ajuste, y hasta ahora eso nunca ocurrió.

El Presidente señor Corbo indica que las tasas podrían ser la razón de eso.

El Ministro señor Velasco replica que por supuesto, pero un escenario donde hay un *landing* por un alza de tasas, es bastante distinto al escenario con que se especulaba hace años atrás, en que había un *landing* fuerte en el precio de los activos.

El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, indica que hay que fijar el *landing* en el aumento del desempleo.

Comenta el señor Ministro que en un encuentro en Davos con su amigo Nouriel Roubini le consultó cuál le parecía un escenario malo, malo, y éste le respondió que dos *quarter* es un crecimiento cercano a cero, es un crecimiento realmente malo.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Agrega el señor Ministro que lo que quiere decir con eso es que, si ése es el *hardlanding*, es un *hardlanding* muy diferente al que estaba en la cabeza de algunos analistas hace un año atrás, en que había una fuerte caída en el precio de los activos, especialmente inmobiliarios, había una reversión de los flujos de capitales, una reversión de la cuenta corriente de Estados Unidos de América y se tenía un escenario mucho más catastrófico. Eso hoy no lo está pensando nadie, ni siquiera Rubini.

El Vicepresidente don José De Gregorio menciona que ese era el escenario que se tenía hace uno y dos años atrás y que venía muy fuerte. Después, agrega, cambió un poco el mundo y venía el *softlanding* sin mayores problemas; ahora, aparentemente lo que estaría pasando y que estamos conversando, es que no habría siquiera ese *softlanding*, el cual ahora sí podría ser inducido por una política monetaria más dura de lo que se contemplaba antes.

El Consejero don Manuel Marfán menciona que la inquietud que tenía era cómo se disuelven los desequilibrios macro globales que tiene la economía. Agrega que su duda es si se resolvían abruptamente o se resolvían con suavidad. Entonces, el hecho de que Estados Unidos de América estuviera amainando su ciclo económico daba la sensación de que el *softlanding* iba aumentando su probabilidad y que había menos riesgo de un *hardlanding*. Ahora, tiene la impresión de que en orden de magnitud, los desequilibrios macro son menos importantes que lo que se percibía un tiempo atrás. De hecho la cuenta corriente en Estados Unidos de América, a pesar de todo, algo se ha corregido en el margen.

El señor Ministro agrega que lo mismo ha sucedido con el déficit fiscal.

Agrega el Consejero señor Manuel Marfán que incluso tiene más confianza aún respecto al tema con una mayoría demócrata en los Estados Unidos de América; agrega que en ese país los demócratas han sido bastante más responsables que los republicanos en el manejo fiscal. Señala que el punto que quiere hacer es si el *lowlanding* aumenta o no aumenta, o sea, cómo se resuelven los desequilibrios macroglobales. Ése es el tema. Se pregunta si es una postergación, o no hay que preocuparse. El señor Marfán considera que se debe seguir observando ese tema pues tiene la impresión de que ese es el camino por donde debería ir el análisis. Agrega que si efectivamente hubiera una apreciación de las monedas asiáticas, sería muy difícil que el ajuste en Estados Unidos de América no fuese con una pérdida de dinamismo fuerte; indica que no ve de qué forma lo podrían evitar.

A continuación, el Presidente señor Corbo ofrece la palabra al Gerente de Análisis Macroeconómico, don Igal Magendzo Weinberger, a fin de que presente la exposición sobre la parte nacional.

El Gerente señor Magendzo manifiesta que los registros de IPC total e Imacec del último mes se enmarcaron en el escenario base del Informe de Política Monetaria de enero, pero varios indicadores dan cuenta de mayores riesgos al alza para la inflación. Agrega que el Imacec del mes de diciembre creció cerca de 5% anual descontado el efecto calendario, con lo que la actividad interna recobró cierto dinamismo durante el cuarto trimestre del año pasado, y la inflación anual del IPC se acercó a 3%. Si bien la inflación IPC del mes de enero fue similar a la prevista, las medidas subyacentes aumentaron por sobre lo esperado. Señala el señor

49



BANCO CENTRAL DE CHILE

Magendzo, que esto, por ahora, no constituye un antecedente suficiente para modificar el escenario central, no obstante algunos de los riesgos asociados a esta proyección han aumentado, en especial, por algunas de las noticias del mercado laboral y los incrementos en las medidas de tendencia inflacionaria.

Señala el señor Magendzo, que las expectativas de inflación a uno y dos años se han ajustado al escenario del Informe, reduciéndose la inflación esperada en el primer año y aumentado la del segundo. A más largo plazo éstas siguen ancladas en 3%. Las expectativas de mercado para la tasa de política monetaria se han alineado con el escenario de menor inflación del Informe, esperándose una prolongada mantención de la tasa de política monetaria en su nuevo nivel. Señala que previo a los datos de IPC, se consideraba probable un nuevo recorte de la tasa de política monetaria en el año 2007.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Magendzo, señala que se estima que las condiciones financieras internas descendieron tras el recorte de la tasa de política monetaria en el mes de enero. Agrega, que considerados los valores previos a la RPM anterior, las tasas de los BCP-2, 5 y 10 son entre 15 y 50 puntos base menores. Las expectativas para la tasa de política monetaria se ajustaron al escenario de inflación del Informe, anticipándose una prolongada mantención de ella. Indica el señor Magendzo, que en el curso del mes la *forward* anticipaba un nuevo recorte en el año 2007, que se disipó una vez conocido el IPC de enero. Agrega que en línea con esto, la mediana de la Encuesta de Expectativas Económicas de febrero indica que la tasa de política monetaria se mantendría en 5% por todo el año 2007, con un aumento de 25 puntos base a diciembre del año 2008. Por su parte, las tasas de colocación a personas y empresas no tuvieron grandes cambios, al mismo tiempo que los agregados monetarios y crediticios siguieron con las tendencias de los meses previos: tasas de variación anual altas y estables los primeros, y algo menores los segundos.

Señala el señor Magendzo, que en el tipo de cambio tampoco se registraron mayores novedades respecto de los días previos a la reunión anterior, en que éste había mostrado una leve depreciación respecto del mes de diciembre. Así, el tipo de cambio nominal se depreció 0,5% respecto del cierre de la reunión anterior, valor que fue similar para las medidas multilaterales. Indica que el tipo de cambio real igual aumentó levemente.

Hace presente también el señor Magendzo, que las expectativas de inflación a uno y dos años plazo se han ajustado al escenario del Informe de enero, con una disminución en las del primer año y aumento de las del segundo. A plazos mayores las expectativas siguen en torno a 3% anual.

Indica el señor Magendzo que por el lado de la actividad y la demanda la información del mes se enmarcó dentro del escenario central previsto los últimos meses, confirmando que la actividad tuvo cierta aceleración en el cuarto trimestre del año 2006. En diciembre, la tasa de variación anual del Imacec fue de 3,6% pero eliminados factores calendario se acercó a 5%. Así, el crecimiento promedio del cuarto trimestre fue bastante superior al del trimestre anterior, cerrando el año con un incremento promedio del orden de 4,2%. Esta cifra corresponde al promedio simple de los Imacec del período según la Compilación de Referencia 1996, y no considera las correcciones de cifras que se harán cuando se publique el cierre preliminar del año 2006, en el mes de marzo. Con los datos a diciembre se estima que el consumo creció en el último cuarto del año 2006 a tasas similares a las del tercer trimestre, relativamente en línea con lo que se esperaba en enero.

Por otro lado, señala el señor Magendzo, la inversión ha tenido noticias mixtas. El incremento del volumen de las importaciones de bienes de capital del cuarto trimestre del año 2006 tuvo correcciones al alza por revisiones habituales de sus deflatores, sin embargo,



**BANCO CENTRAL DE CHILE**

los datos disponibles del mes de enero apuntan a un valor algo menor al de los meses anteriores. Menciona que la información reciente del mercado inmobiliario reafirma la recuperación observada los últimos meses y un panorama más favorable que a mediados del año 2006. La revisión del catastro de la Corporación de Bienes de Capital a diciembre del año 2006 redujo la inversión proyectada para este año, especialmente, por retrasos en la puesta en marcha de proyectos mineros y energéticos. Indica, que buena parte de esta información ya había sido anticipada en base a contactos preliminares con empresas e incorporada en el escenario base de enero. En todo caso, esa información sigue apuntando a que este año la inversión en obras de ingeniería tendría un crecimiento relevante.

El Gerente de Análisis Macroeconómico menciona que las expectativas, tanto de consumidores como de empresarios, no tuvieron grandes variaciones, manteniéndose por sobre los valores neutrales. En el mes de diciembre el comercio recuperó parcialmente su tasa de crecimiento anual y la industria tuvo un crecimiento menor al de meses previos, aunque afectada por los dos días hábiles menos que se registraron ese mes. Asimismo, hace presente que sorprendió en el mes el desempeño de la minería, con un crecimiento anual menos negativo que lo previsto, y un sobrecumplimiento de programas. Agrega que esto último incidió en que se considere que se produjo una acumulación importante de existencias en el último trimestre del año 2006.

Manifiesta el Gerente de Análisis Macroeconómico que la información del mercado laboral siguió apuntando a un panorama de holguras acotadas. Por un lado, los datos de la encuesta de empleo de la Universidad de Chile al mes de diciembre, al igual que los del INE, mostraron que la tasa de desempleo en el Gran Santiago ha tenido una caída importante desde el año 2005 a la fecha, aunque con niveles superiores. Los datos del INE para el trimestre móvil terminado en el mes de diciembre mostraron un leve cambio en sus tendencias recientes, con un crecimiento anual del empleo total que no siguió aumentando y una tasa de desempleo que no continuó descendiendo. Por otro lado, luego de varios meses de caídas sistemáticas, el crecimiento anual de los salarios nominales tuvo un incremento en diciembre. No obstante, su velocidad de expansión no muestra mayores cambios y los CLU siguen creciendo a tasas bajas y con velocidades descendentes.

Comenta el Gerente de Análisis Macroeconómico que por el lado de la inflación, el incremento del IPC en el mes de enero fue similar al proyectado en el Informe. Las medidas subyacentes, en cambio, aumentaron más que lo esperado, aunque por ahora esto no modifica el escenario base del Informe de enero. El mayor incremento del IPCX1 se asoció a aumentos por sobre lo previsto en algunos productos específicos, en los cuales destacan el transporte interurbano, los pasajes de avión y el costo del servicio doméstico. En los indicadores de tendencia, la velocidad de la inflación IPCX1 tuvo una aceleración importante. Las medias podadas y el IPCX2 mostraron incrementos en todas las medidas, a diferencia de meses anteriores.

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

EL Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés señala que desea hacer algunos comentarios. Le parece que las mayores noticias que se han presentado están por el lado de la inflación, configurando un mayor riesgo del que se tenía el mes pasado, que era una inflación efectivamente algo por encima del escenario central. Agrega, que otra noticia es que la demanda interna a comienzos de este año estuvo menos dinámica de lo proyectado, y en todo caso, respecto de las tasas de crecimiento que mostró el cuarto trimestre del año pasado.



**BANCO CENTRAL DE CHILE**

Señala el Gerente de División Estudios señor Valdés, que respecto a la inflación, el IPCX1 se une también con el tema del desempleo más bajo y de algunos indicadores de remuneraciones, en particular el índice de remuneraciones subiendo algo más. Agrega, que quizás hay una leve contradicción. Se ha tratado de explicar la sorpresa de IPCX1 por algunos bienes específicos.

Por otra parte, el Gerente de División señor Valdés comenta que respecto a la demanda, el asunto es mucho menos dramático de lo que se está apreciando, por tratarse sólo un mes de importaciones, que en particular resultan bastante volátiles, por lo cual se puede traer una conclusión menos dramática.

Agrega el señor Valdés que con el tema de los mercados financieros, se tuvo en este mes una relativa volatilidad en las tasas; la curva UF se presentó no tan volátil y más bien bastante estable respecto de la Reunión de Política Monetaria de enero, y básicamente, se pasó durante el mes, de expectativas de bajas adicionales a una de mantención prolongada.

Con respecto a la inversión el Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco, consulta por qué no se coloca como noticia importante la importación de bienes de capital que tiene cierta volatilidad. Agrega que si sumado a lo que pasa con el catastro de bienes de capital ambos datos no constituyen una tendencia, sino más bien una llamada de alerta.

El Gerente de División Estudios señor Valdés, señala que en su comentario no quiere decir que no existan más riesgos que una demanda interna, lo que está afirmando es que es suficientemente volátil y por lo tanto, la sorpresa que se produzca en la velocidad de las importaciones es comparable con lo que ha sucedido en muchas otras ocasiones. En cambio, lo ocurrido con el IPCX1 causó una mayor sorpresa.

Señala el señor Valdés, que con el tema del catastro, mencionado por el señor Ministro, lo descartaría, simplemente, porque ya se tiene bastante información incorporada, sin embargo, más allá de aquello tiene dudas que se trate de un fenómeno macro, y más bien estima que se trata de postergaciones por permisos y otros.

El Consejero señor Manuel Marfán, señala que con respecto al avance de inversión pública piensa que se debería diferenciar lo que es Caja, que es lo que mide realmente el gasto de la inversión. Ya que se puede perfectamente llegar a la meta con saldo cero, se puede adelantar contratos, pero habría que tener alguna percepción respecto si el grado de avance de los proyectos de inversión pública tiene un ritmo adecuado para poder tener una mejor apreciación respecto de la evolución de la demanda.

Por otra parte, con respecto del empalme de las cifras de empleo, estima que el origen del problema no consiste en si éste está bien o mal hecho, sino que cree que el error fue haber supuesto una metodología de cambio de muestra suponiendo que éste iba a ser marginal, pero el cambio no fue marginal como se pensaba. Agrega que a su parecer, el INE fue sorprendido por un cambio en la estructura y la composición en la fuerza de trabajo y tasas de participación, que no se esperaban, lo que en su opinión no hay empalme que pueda corregir este problema.

4





BANCO CENTRAL DE CHILE

Asimismo, el Consejero señor Marfán comenta que el tipo de cambio observado, en la proyección del mes de febrero es más de un 1% por sobre lo esperado en la proyección del mes de enero, lo que también debería tener algún impacto sobre la proyección de inflación de \$535 a \$542. Agrega, que se imagina que el impacto sobre el tipo de cambio real si se hiciera una nueva proyección éste se mantendría en el nivel actual. En cuanto a inflación, cree que se podría corregir el riesgo de alza respecto a la proyección que se tenía en el *IPoM*, incorporando la sorpresa del *IPCX1*. Le parece que incorporando todo eso, incluso en un escenario pesimista la proyección de inflación sigue siendo más baja de lo proyectado en el *IPoM* de septiembre pasado.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señala que las exportaciones industriales sorprendieron algo hacia la baja y se debió a los *commodities*, cuyo crecimiento fue casi nulo en 12 meses, lo que se revirtió en enero.

Por otra parte, el señor Magendzo, respecto al tipo de cambio, señala que en las proyecciones de corto plazo está considerado que afecta mayormente a los precios de combustibles en pesos y algunos ítems muy particulares.

El Consejero señor Enrique Marshall indica que quiere efectuar un comentario respecto de las cifras de mercado laboral, consistente en que en la Minuta se desliza una cierta preocupación respecto a la evolución de dicho mercado. Consulta qué es lo realmente nuevo que se conoce sobre el mercado laboral, considerando que ya se tenían cifras y antecedentes en el mes de enero y especialmente si existe un mayor convencimiento de la confiabilidad de los datos entregados por el INE.

El Gerente de División Estudios señor Valdés, señala que sobre el particular existen 3 fuentes distintas para ese diagnóstico: En primer lugar, se debe considerar la encuesta de la Universidad de Chile, que es el dato más importante, que muestra que la tasa de desempleo ha ido bajando en 12 meses. La segunda información que constituye un dato relevante es que las remuneraciones en 12 meses tuvieron un alza importante en diciembre. Y en tercer término, que de las reuniones que se han sostenido con el INE se han aclarado algunas dudas que tenía el Banco sobre el particular, ya que las explicaciones entregadas por dicho organismo son satisfactorias respecto de los datos entregados.

El Gerente de División Política Financiera señor Pablo García, con respecto a este mismo tema, es de la opinión que se debe tener cuidado de cómo se califican los datos del INE, porque una parte lo constituye el diagnóstico del desempleo, que podría haber sido más bajo, lo que se venía discutiendo desde el *IPoM*. Por otra parte, los datos más coyunturales muestran que eso ya se terminó, se revirtió y entonces cabe preguntarse cómo ponderar aquello, ya que efectivamente puede ser más baja, pero si hubiere seguido cayendo, sin embargo el dato duro de empleo del INE, incluso empleo asalariado, muestra una tendencia en el margen más tenue, que pareciera que aunque la brecha pudiera ser más cerrada aparentemente ya se ha detenido.

Por otra parte, respecto al efecto sobre la inflación tiene la impresión de que a esta frecuencia es difícil argumentar que el efecto puede ser tan fuerte como para producir aceleraciones de 1 punto en la inflación subyacente en un par de meses.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En cuanto a la curva *Phillips*, el señor García señala que ésta opera con rezagos bastante mayores, en consecuencia debiera esperarse un tiempo más prolongado que solamente un par de meses. Agrega, que en general, en la discusión respecto de mercado laboral se le cree más al INE y de ahí a tratar de hacer vínculos con la aceleración de la inflación subyacente, le parece, que es aún prematuro ya que no se cuenta con antecedentes suficientes.

El Gerente de Mercados Financieros Nacionales señor Beltrán De Ramón, señala que respecto del tipo de cambio cerró la última semana en alrededor de \$550, constituyendo el precio más alto del último año y medio. Agrega, que está volátil por la estacionalidad propia y se ha detectado bastante demanda externa por dólares, mientras los operadores locales han estado vendiendo la divisa. Comenta que dada la fortaleza del Real, algunos operadores apuestan a la apreciación de dicha moneda y a una baja en el peso, que estaría fundamentado en alguna incertidumbre respecto del precio del cobre y a las medidas del Banco Central de Chile.

El Presidente señor Vittorio Corbo comenta que esta situación está relacionada con la revisión de la clasificación de riesgo de Brasil, en el momento en que el Gobierno de ese país es un acreedor neto de moneda extranjera o de divisas lo que implica una presión fuerte sobre el Real.

El Gerente de División Estudios señor Valdés cree que no se puede explicar estos cambios transitorios por lo que está pasando en el mercado laboral, pero sí quiere recordar que el diagnóstico incluye brechas importantes. Agrega que lo que se está viendo es una señal de aceleración más rápida y, por otro lado, una señal independiente que pone más riesgo a que el diagnóstico de brechas suficientemente abiertas para sostener ese escenario sea válido. Por consiguiente estima, que ahora no es el momento de poner totalmente en duda el escenario base, que sigue siendo válido, pero existe un riesgo.

El señor Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco, en relación al empleo, indica que no se puede perder de vista la fuerte estacionalidad de los planes de empleo público, que no están todavía plenamente capturados en estas cifras que se han entregado. Señala que en el primer trimestre del año van a caer fuertemente. Agrega que si bien el promedio anual de empleo no ha cambiado relativo a las proyecciones, no se puede perder de vista que de aquí al mes de junio va a tener una fuerte caída, lo que tiene implicancias en el empleo y el desempleo.

Respecto a la inflación, el señor Ministro señala que desea enfatizar lo que indicó el Consejero señor Manuel Marfán, en el sentido que más allá de las cifras recientes, las proyecciones de inflación en todos los horizontes relevantes están por debajo de las del IPoM de septiembre del año 2006, cuya interpretación puede discutirse. Sin embargo, nos encontramos frente a una trayectoria de inflación ciertamente menor de lo que se contempló hace uno meses.

En relación al efecto del Transantiago, señala el señor Ministro, que el Ministerio de Transporte debería oficialmente comunicarle al INE la información sobre el impacto que tendrá este nuevo sistema en las tarifas. Agrega, que la estimación preliminar del Ministerio que dijere, es que la puesta en marcha del Transantiago implica una caída no despreciable en la tarifa promedio del transporte público, en los próximos seis meses, en razón del que el nuevo sistema implica un menor costo.



**BANCO CENTRAL DE CHILE**

Finalmente, el señor Ministro señala que el último punto que quiere comentar dice relación con la inflación y las proyecciones del Banco Central de Chile, las expectativas de mercado y la relación entre la una y la otra. Sobre el particular, le parece que existe una paradoja tal como lo ha comentado el Consejero señor Manuel Marfán, que consiste en que si bien es cierto que todas las indicaciones de corto plazo en el último mes llevaron a que la inflación subiera, las proyecciones de mediano y largo plazo del mercado bajaron, lo que reivindica lo que señaló en la reunión pasada en cuanto que las proyecciones del mercado dan mucha importancia a lo que hace y proyecta el Banco Central de Chile. Lo que puede ser leído como un problema de mercado o como un reconocimiento al Banco Central, pero también constituye una señal respecto a cómo manejarse en circunstancias en las que las proyecciones de mercado difieren de las proyecciones del Instituto Emisor.

El Presidente señor Vittorio Corbo señala en relación al comentario del Ministro, que esta credibilidad hacia el Banco Central de Chile implica una gran responsabilidad de ser cuidadosos de este activo que hay que proteger institucionalmente.

El Consejero señor José De Gregorio señala que quiere referirse a la discusión sobre la implicancia inflacionaria y lo que está ocurriendo en materia de la brecha de empleo. En primer lugar, esperaría una reacción algo más importante en los salarios y en los costos de la mano de obra, antes de que empiece a afectar el IPCX.

En segundo lugar, señala el señor Consejero, que un tema que no está en esta discusión, pero cree que también es parte de ella, que consiste en la incertidumbre que se tiene de la brecha que se producirá con las correcciones del PIB. Agrega que el Banco publicará la nueva Compilación de Referencia 2003, por lo que las tasas de crecimiento del PIB de los años anteriores podrían ser menores, afectando las estimaciones del PIB Potencial y las brechas, con la respectiva implicancia en la inflación y en la política monetaria.

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

Siendo las 16:10 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 104.

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

El señor Gerente de División mencionado informa lo siguiente:

En la reunión de política monetaria de enero, el Consejo decidió reducir la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base a 5% anual, luego de seis meses de mantenerla en 5.25%. La decisión se justificó a partir del escenario de baja inflación que se proyectaba para los próximos trimestres. Se consideró que, si bien la actividad interna había recobrado cierto dinamismo, había más holguras por el menor crecimiento del año pasado. Asimismo, las medidas de inflación total y subyacente se ubicaban considerablemente por debajo de las proyecciones previas, influidas por la caída del precio del petróleo, mayores brechas de actividad y reducidas presiones de costo.

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

Señala el Gerente de División Estudios que, desde la última reunión, las principales novedades apuntan a mayores riesgos de que la inflación se ubique por encima de lo contemplado en el escenario base.

- En el lado externo, el escenario continúa favorable. Un aterrizaje suave en Estados Unidos de América cobra más probabilidad, llevando a un nuevo ajuste en las expectativas de recortes de la tasa de interés este año hacia sólo uno eventual y dilatado en el tiempo. La Zona Euro muestra un dinamismo algo mayor que lo esperado. El precio del cobre ha oscilado alrededor de algo menos de US\$ 2,5 por libra en los últimos días, mientras el precio del petróleo ha aumentado durante las últimas semanas, debido en parte a factores climáticos.
- Internamente, las tasas de interés tuvieron ajustes importantes luego del recorte de tasas, de la publicación del *IPoM* y de los registros mensuales recientes del IPC e Imacec. Pero en las últimas semanas las expectativas para la tasa de política monetaria pasaron desde recortes adicionales a una mantención prolongada. Con vaivenes importantes durante el mes, la curva nominal se redujo para todos los plazos, aunque la reducción fue más marcada en su parte corta. En los últimos días, la curva indexada tiene una estructura similar a la de hace un mes. El crédito y el dinero se siguen expandiendo a tasas elevadas.
- El tipo de cambio nominal tuvo una leve depreciación desde la Reunión de Política Monetaria anterior, en términos tanto bilaterales como multilaterales. El tipo de cambio real (base 1986 = 100) se ubica cerca de 95.
- El escenario de actividad se mantiene dentro de lo esperado y se corrige levemente a la baja el crecimiento de la demanda interna en 07Q1 dado menores importaciones.
- La variación del IPC total estuvo en línea con lo proyectado, aunque con una composición distinta. Las medidas de inflación subyacente aumentaron, en particular el IPCX1 que sorprendió al alza en 0,24 punto porcentual respecto de lo esperado. Las noticias de IPCX1 se concentraron en algunos ítems específicos, que se supone por ahora tienen un efecto permanente sobre el nivel del IPCX1, pero no así sobre su velocidad de expansión.
- El mercado laboral nacional continúa estrecho según la encuesta del INE, información corroborada por datos de la Universidad de Chile para el Gran Santiago. Los costos de la mano de obra total a diciembre muestran velocidades contenidas y estables, aunque el IREM crece algo más rápido, con una aceleración en diciembre. Los CLU se ven afectados a la baja por la velocidad del PIB en el cuarto trimestre de 2006.
- Los indicadores de expectativas de inflación de corto plazo tuvieron un ajuste a la baja durante el mes. Dependiendo del indicador, las de mediano (hasta 2 años) y largo plazo se ubican en 3% o levemente bajo esa cifra.

Menciona el señor Valdés que con los antecedentes disponibles, las opciones más plausibles para esta reunión son disminuir la tasa de política monetaria en 25 puntos base, o mantenerla en su nivel actual.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Señala el Gerente de División Estudios señor Valdés, que el principal argumento para disminuir la tasa de política monetaria hoy es el escenario central de proyecciones considerado en el último Informe. Ese escenario incluye como elemento central una inflación reducida y una brecha positiva de actividad en los próximos trimestres. Indica que en particular, la inflación se ubica en torno a 2% por varios meses a partir del segundo trimestre de 2007. Una menor tasa de política monetaria permite adelantar el cierre de brechas de inflación y actividad a través de (i) contrarrestar el efecto de la menor inflación sobre el impulso monetario nominal y (ii) elevar marginalmente el impulso monetario real. Por lo tanto, se puede justificar disminuir la tasa de política monetaria hoy como el paso natural luego del recorte de la reunión anterior.

Señala el Gerente de División Estudios, señor Valdés que además, un cambio de trayectoria en la secuencia de la tasa de política monetaria que incluye solamente un recorte de 25 puntos base puede parecer, al menos ex ante, un movimiento excesivamente acotado. De hecho, y a pesar de que la comunicación del Banco no entregó un sesgo particular respecto de movimientos futuros de la tasa de política monetaria, las expectativas implícitas en los precios financieros y las encuestas a mesas los días previos a la divulgación del IPC e Imacec daban una probabilidad a un recorte adicional, aunque se diluyó después.

Por otro lado, se puede justificar mantener la tasa de política monetaria en esta reunión porque las novedades acumuladas desde la última reunión mayoritariamente apuntan a riesgos al alza para la inflación y validan algunos de los argumentos que se consideraron en la última reunión a favor de postergar una rebaja de la tasa de política monetaria, aún si se estima que el escenario central no se debe modificar.

Menciona el señor Valdés que en efecto, en el último mes la inflación subyacente se ubicó por encima de lo proyectado y las medidas de tendencia inflacionaria mostraron un nuevo incremento. Si bien son lecturas de un sólo mes, ambos elementos apuntan que podrían haber presiones mayores que las consideradas en el escenario base. Agrega el señor Valdés que a esto se suman los antecedentes del mercado laboral, que muestran en las cifras del INE una tasa de desempleo que sigue baja, en las cifras de la Universidad de Chile una caída fuerte del desempleo en el Gran Santiago durante el último año, y en las cifras de crecimiento de salarios, algunos signos de aumento en el margen, en especial en el indicador de remuneraciones (más que el de costo de la mano de obra).

Agrega el señor Valdés que por su parte —aunque tal vez con menor intensidad que el mes pasado, por ya no constituir una reversión del signo de los cambios en la tasa de política monetaria—, continúa siendo válido el argumento de esperar para recabar más información que permita evaluar la validez del escenario base. En particular, pese a que han disminuido algo, las expectativas de inflación de los analistas para fines de este año siguen por encima de las del escenario central. Asimismo, la mayor expectativa de inflación del sector privado, respecto de la proyectada en el escenario central, hace que no sea necesario un recorte de la tasa de política monetaria orientada a mantener el impulso monetario real. De hecho, la curva de rendimiento indexada se ha mantenido —e incluso disminuido— en lo más reciente.

Señala el Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, que por último cabe señalar que, conocidas las cifras de enero, las expectativas de mantención para esta reunión son prácticamente unánimes. Considerando la volatilidad que mostraron las tasas de interés luego de la decisión anterior y lo complejo que ha resultado que los analistas asimilen la racionalidad del último recorte, se puede argumentar a favor de preparar más al mercado antes



BANCO CENTRAL DE CHILE

de un eventual nuevo cambio. Finalmente, agrega que con todo y dadas las implicancias de las noticias del mes, parecería más adecuado mantener el sesgo neutral.

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

Señala el Gerente de Investigación Económica, señor Klaus Schmidt-Hebbel que desde la Reunión de Política Monetaria del 11 de enero, se han producido muchas novedades de magnitud moderada. Agrega que ninguna de estas novedades, tomadas aisladamente, implica un escenario de desviación del escenario base de proyecciones del *IPoM* de enero. Sin embargo la gran mayoría de estas innovaciones – recogidas muy bien en la Minuta de Antecedentes y en la discusión de esta mañana – apunta hacia una sola dirección. Menciona el Gerente de Investigación Económica que esta dirección otorga una mayor probabilidad, en comparación con la que se presenta en el *IPoM*, a un escenario alternativo más expansivo que el escenario base, que estaría reflejado en una brecha de desempleo y de producto más elevada (vale decir, una brecha menos negativa o más positiva) y a mayores presiones inflacionarias de corto y mediano plazo, relevantes para la decisión de política monetaria de hoy.

Finalmente, hace presente el Gerente de Investigación Económica que esta mayor probabilidad de un escenario más inflacionario, considerando además que el nivel actual de la tasa de política monetaria es 25 puntos base más bajo que en enero, justifica aún más intensamente que en enero, elegir la opción de mantener de tasa.

El Gerente de División Política Financiera, señala que en el escenario base del reciente *IPoM* se contemplaba una ampliación del impulso monetario mayor que la de 25 puntos base determinada en enero. Agrega, que sin embargo a diferencia de otras ocasiones, la evaluación fue que no parecía urgente realizar este ajuste de una vez, lo que se aprecia en la ausencia de opciones de reducción más agresivas para la Reunión de Política Monetaria de enero.

Hace presente el señor García que la información acumulada desde la última reunión lleva a considerar que en su opinión realizar una reducción adicional, en la línea con el escenario base del *IPoM*, no parece ser urgente en esta ocasión. Ello, principalmente debido a que diversas variables han mostrado algunos quiebres, tales como la inflación IPCX1, el desempleo, las expectativas de inflación y la evaluación de la economía norteamericana. Indica el Gerente de División Política Financiera que el conjunto de estos antecedentes a su entender no apuntan en una dirección evidente para modificar el escenario base, van marginalmente en la dirección de escenarios de mayor inflación. El Gerente de División Política Financiera, señor Pablo García indica que le parece conveniente esperar para acumular más información antes de validar el escenario de tasas implícito en las proyecciones previas.

Asimismo, agrega que esto, de todos modos, es coherente con el mensaje del *IPoM*, mencionó que movimientos adicionales dependerían de la información acumulada, sin dar un sesgo evidente a la dirección de futuros movimientos de tasas. Esta comunicación, distinta a la trayectoria de tasas implícita en las proyecciones, probablemente revela que el balance entre el escenario central y los de riesgos, estuvo en el último informe y decisiones de política sesgado hacia estos últimos, lo que parece seguir siendo el caso ahora.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El señor García, señala que en virtud de lo anterior también apoya la mantención de la tasa de política monetaria como la alternativa más adecuada.

El Gerente de División Operaciones Financiera, señor Esteban Jadresic señala que está básicamente de acuerdo con el análisis del Gerente de División Estudios, que aunque éste plantea dos opciones, apunta más a la mantención que a la reducción de la tasa de política monetaria. Agrega el señor Jadresic que ello fundamentalmente se debe al aumento que se ha observado en la inflación subyacente en lo más reciente.

El señor Gerente de División Operaciones Financieras sugiere tener cautela y esperar a ver que ocurre con ella en los próximos meses. Sin embargo hace presente que hay un aspecto en que la evidencia disponible hasta ahora no es tan clara como lo que se sugiere en la minuta de opciones y cree que también será de particular importancia observar atentamente los próximos meses. Agrega el señor Jadresic que esto corresponde al diagnóstico relativamente seguro que se hace, lo que demuestra que el mercado laboral está estrecho.

Menciona el señor Jadresic que hay, sin duda, algunos elementos que apoyan esa visión de estrechez, en particular la tasa de desempleo desestacionalizada del INE de 7% que es históricamente baja, comparable a lo que se vio en buena parte de los años 90. Asimismo, agrega el señor Jadresic que aunque por razones distintas, tanto la tasa de desempleo medida por el INE como por la Universidad de Chile muestran reducciones significativas. Sin embargo, también es importante tener presente que el nivel de la tasa de desempleo de la Universidad de Chile para el Gran Santiago se mantiene a niveles de 9,1%, bastante más altos que los niveles de 6% a 7% que se vieron en la mayor parte de los años 90. Agrega el señor Jadresic, que esto es relevante por cuanto en el caso de la tasa de desempleo medida por el INE, por mucho que los cálculos del empalme estén bien hechos, hay dudas sobre la comparación de sus cifras pre y post cambio de muestra.

Asimismo, el Gerente de División Operaciones Financieras comenta que más allá de las incertidumbres respecto del nivel de holguras del mercado laboral en términos de cantidades ofrecidas y demandas de trabajo, claramente la situación de ese mercado no se ha reflejado hasta ahora en presiones salariales. El costo de la mano de obra y las remuneraciones a diciembre seguían creciendo por debajo de su nivel esperable en el largo plazo en torno a 6%, tanto en doce meses como en términos de velocidades de expansión, la que no ha experimentado mayores cambios.

Finalmente el Gerente de División Operaciones Financieras, señor Esteban Jadresic recomienda mantener la tasa de política monetaria en esta oportunidad y propone estar atentos en los próximos meses a la inflación subyacente y los indicadores del mercado del trabajo, para ver en qué dirección se van resolviendo las aparentes contradicciones que se han estado observando ahora en dicho mercado. Por último, menciona que ello junto con los antecedentes de actividad, serán claves para orientar las decisiones que se tomen respecto de si materializar o no las reducciones adicionales supuestas en el ejercicio de proyección efectuado para el último *IPoM*.

El señor Ministro de Hacienda, señor Andrés Velasco hace presente que las observaciones son mínimas, básicamente se refiere a las diferencias en el escenario actual con los datos más recientes, relativos al escenario central considerados en el último *IPoM* de enero. Agrega el señor Ministro que, mirando la inflación en los horizontes relevantes las sorpresas son muy pequeñas. Asimismo señala que en cuanto a la actividad, en lo grueso, se puede



BANCO CENTRAL DE CHILE

mencionar lo mismo, hace presente que hay pequeñas desviaciones respecto a ese escenario y éstas apuntan en direcciones distintas. El señor Ministro indica que la inflación es marginalmente más alta de lo presupuestado pero queda aún mucho por verse antes de tener certidumbre de si este es un fenómeno persistente o puramente transitorio. Indica el señor Ministro que por el lado de la actividad, hay ciertas variaciones relativamente pequeñas algunas de las cuales ya estaban en el *IPoM*, otras no respecto al curso de la demanda agregada y en especial a la inversión, hace presente que a él por lo menos le llaman a tener cautela. Por lo tanto el escenario básico es muy parecido al anterior, explica que esto se debe a que en realidad no se explicitó muy tajantemente que las brechas eran aún grandes o por lo menos que habían aún brechas que eliminar, que esas brechas habían sido más persistentes y que se habían cerrado más lentamente de lo que se había anticipado en el curso del año 2006, por lo tanto a juicio del señor Ministro esto requiere ajustes adicionales en la tasa de política monetaria de hasta 75 puntos base. El señor Ministro de Hacienda hace presente que ese era el escenario con el cual se trabajaba hace un mes y que en lo grueso ese escenario no ha variado, hay indicaciones en ambas direcciones pero es balance es muy similar.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco indica que a su juicio, dado este escenario y dada la implicancia política, la consulta es cómo proceder, cree que hay argumentos para esperar que se acumule más información antes de actuar nuevamente y eso apuntaría a favor de mantener la tasa de política monetaria hoy. Asimismo, agrega que dado el escenario subyacente de recortes adicionales, la pregunta central es cómo se comunica al mercado la probabilidad de que ello ocurra. El señor Velasco menciona que aquí él llamaría a la atención sobre un fenómeno que le parece moderadamente preocupante, se refiere al vuelco demasiado súbito, para su gusto, de las expectativas que el mercado tiene respecto a lo que el Banco Central de Chile va hacer en las últimas dos semanas, de un escenario en el cuál el mercado mayoritariamente ha esperado un recorte a un escenario en que unánimemente el mercado no lo ha esperado y ha existido unanimidad respecto a la mantención, todo sobre la base de un dato puntual de IPC. Cree que esto habla de una volatilidad extrema de las expectativas de mercado y también habla de la importancia de la labor de comunicación del Banco Central de Chile en cuanto a posibles acciones en el futuro.

Finalmente, el Ministro de Hacienda, don Andrés Velasco resume sus recomendaciones señalando que él cree que hay bastantes documentos como para no tomar una acción inmediata respecto a la tasa de política monetaria, pero si le parece importante encontrar el lenguaje apropiado para el comunicado en el sentido de que éste guíe al mercado respecto a la probabilidad de que ocurra en el futuro, se refiere a un futuro más cercano que lejano.

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

El Consejero señor Enrique Marshall, agradece al staff el material preparado para esta Reunión de Política Monetaria.

Señala el señor Consejero que el escenario externo para nuestra economía se mantiene favorable e incluso se fortalece en el margen. Se refuerza la perspectiva de una desaceleración gradual y suave en los Estados Unidos de América. En otras regiones del mundo se reafirma un panorama bastante positivo. Con ello, las proyecciones de crecimiento para este año se modifican solo marginalmente. Por su parte, la preocupación por la inflación se ve atenuada.





## BANCO CENTRAL DE CHILE

Manifiesta el señor Consejero que los mercados financieros han mostrado bastante estabilidad. Las condiciones para las economías emergentes se mantienen favorables. En Estados Unidos de América, las expectativas de recortes en la tasa de política monetaria se han ajustado y en estos momentos se espera una reducción más bien hacia fines de año. En Europa, se anticipan nuevos ajustes al alza en el curso del año.

Manifiesta el Consejero señor Enrique Marshall que el precio del cobre se ha mostrado volátil marcando un leve descenso en las últimas jornadas. El precio del petróleo, en cambio, ha subido en las últimas semanas revirtiendo en parte la caída previa. En todo caso, se mantiene un grado importante de incertidumbre sobre su trayectoria futura.

Sin embargo, señala el señor Consejero, que en el frente interno, los agregados monetarios y crediticios siguen mostrando tasas de expansión altas. Las tasas de interés de los títulos de BC reaccionaron con bajas bastante generalizadas después de la última Reunión de Política Monetaria, pero parte de ese movimiento se deshizo en las semanas siguientes. En la actualidad, las tasas para instrumentos nominales de mediano y largo plazo se ubican por debajo de los niveles observados hace un mes, en tanto las tasas para instrumentos en UF se sitúan en niveles similares. Las tasas cobradas por los créditos bancarios no han experimentado cambios significativos. El peso se ha depreciado levemente.

Agrega el Consejero señor Marshall, que las noticias en materia de demanda no muestran cambios apreciables respecto de lo previsto con anterioridad. Se confirma una expansión bastante vigorosa en el cuarto trimestre de 2006 y se corrige marginalmente la proyección para el primer trimestre de este año.

Agrega el señor Consejero, que en materia de actividad, las estimaciones y proyecciones tampoco sufren modificaciones importantes. Las cifras sobre el mercado laboral siguen mostrando un crecimiento importante del empleo total y una tasa de desocupación que se aproxima a niveles que debemos considerar como relativamente bajos. La reafirmación de estas tendencias, que se desprenden de todas las fuentes de información disponibles, sugiere que las holguras se podrían cerrar más rápidamente que lo previsto con anterioridad. Agrega el señor Consejero que no obstante ello, los costos laborales crecen en forma acotada.

En materia de inflación, el Consejero el señor Marshall señala que las cifras de enero estuvieron por sobre lo esperado, especialmente en lo referido a inflación subyacente. Por su parte, todos los indicadores de tendencia inflacionaria mostraron un incremento.

Manifiesta el señor Consejero que después de la última Reunión de Política Monetaria, las expectativas de inflación del mercado se ajustaron rápidamente. En todo caso, las expectativas para los plazos más largos han permanecido en todo este período bien ancladas en torno del 3%. En suma, los nuevos antecedentes confirman en líneas generales el escenario central de nuestro último *IPoM*, pero confirman al mismo tiempo que los riesgos son relativamente altos y que podrían haber aumentado, especialmente a la luz de las cifras de inflación subyacente y del mercado laboral que hemos conocido recientemente.

Por tanto, manifiesta el Consejero señor Marshall que en este contexto, la única opción razonable, en su opinión es mantener la tasa en su actual nivel. Manifiesta señor Marshall que descarta la opción de un alza, tampoco considera la opción de un nuevo recorte porque presenta en estos momentos riesgos que le parecen altos. Dado el actual nivel de la tasa de interés, requeriría contar con mayor certidumbre sobre la trayectoria efectiva de la inflación que la disponible en estos momentos.



**BANCO CENTRAL DE CHILE**

Finalmente, señala que mientras tanto y, probablemente, por más de una reunión, lo prudente es esperar la acumulación de nuevos antecedentes que permitan contar con un diagnóstico más certero. En todo caso, en su opinión, la orientación de la política monetaria debería continuar con el sello neutral que traía. Por todo ello, su voto es por mantener la tasa de política monetaria en 5,0 %.

El Consejero señor Manuel Marfán agradece el análisis del staff. Señala que la información acumulada desde la última Reunión de Política Monetaria tiende a confirmar que en el escenario central lo más relevante de destacar es el ajuste del mercado interno que, como se esperaba fue sorprendido con la decisión de este Banco Central de reducir la tasa de política monetaria. Agrega, que con oscilaciones los precios de activos han validado una expectativa más reducida durante el horizonte de proyección habitual respecto del que existía antes del último *IPoM*. Manifiesta el Consejero señor Marfán que en un plano de menor importancia, la inflación de enero estuvo acorde con lo proyectado, pero con un cambio de composición. En efecto la inflación subyacente según el IPCX1 fue marginalmente superior a la prevista, explicada por factores que no se revertirán pero que tampoco anticipan una aceleración de la misma hacia delante. Indica el señor Consejero, que la inflación total en tanto no sorprendió al Banco Central ya que el efecto anterior fue compensado por una reducción en el precio de las carnes que tampoco se revertirá. Con todo, señala que lo anterior, tiende más a confirmar que ha debilitar la validez del escenario central.

Indica el señor Consejero que desde la perspectiva de los riesgos, la neutralidad supuesta en torno al precio internacional del petróleo podría desviarse marginalmente hacia un riesgo al alza. Agrega el Consejero señor Marfán que respecto del ajuste del mercado a la decisión del Banco Central, lo que si extraña es la neutralidad esperada para el próximo movimiento de tasas.

El Consejero señor Marfán señala que la reducción de 25 puntos base del mes pasado no da cuenta de todo el cambio necesario en el impulso monetario, consistente con lo señalado en el *IPoM*. Agrega que con todo, el grueso de la tarea se ha cumplido con el cambio de expectativas de inflación, pero teme que si el mercado anticipa una tendencia plana hacia futuro en la tasa de política monetaria, como se lleva implícito en las encuestas de expectativas, quienes piensan que va a ser un alza o quienes piensan que va a ser una baja, están equiparados, entonces un próximo movimiento a la baja podría ser nuevamente una sorpresa para el mercado, y eso a su juicio, tiene más costos que beneficios. Todo lo anterior apunta en la dirección señalada en la Minuta de Opciones en cuanto a que las alternativas a analizar en esta ocasión son las de mantener o la de reducir la tasa de política monetaria.

El Consejero señor Marfán manifiesta que en esta ocasión, se inclina por mantener la tasa de política monetaria, argumentando lo expresado en otras ocasiones, que se refiere al costo de equivocarse. Señala que éste es un costo bastante alto porque puede tener implicancias macroeconómicas que pueden ser más costosas posteriormente de revertir.

Por estas razones, el Consejero señor Manuel Marfán manifiesta que el comunicado debe corregir el sesgo del mercado, en cuanto a que no espera movimientos o una probabilidad mayor al alza o a la baja en este próximo movimiento de tasas y eso es un aspecto que puede llevar también a pagar costos. Considerando lo indicado, su voto es por mantener la tasa de política monetaria en el nivel actual.

40



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Consejero señor Jorge Desormeaux agradece el valioso apoyo que se ha recibido del staff del Banco para esta reunión.

Señala el Consejero señor Jorge Desormeaux que respecto de la Reunión de Política Monetaria anterior, el principal cambio ha sido una acumulación de antecedentes que apuntan en dirección de un mayor riesgo de que la inflación esté por encima de lo proyectado en nuestro escenario central. Agrega el señor Consejero que ello se origina en desarrollos tanto en el plano externo como interno. Así, en el plano externo ha aumentado la probabilidad de un aterrizaje suave en la economía de los Estados Unidos de América, mientras la Zona Euro y el Asia emergente muestran un dinamismo superior al esperado y a ello se suma además un aumento en el precio del petróleo originado por el fin de condiciones climáticas favorables en el hemisferio norte.

Sin embargo, señala el Consejero señor Desormeaux que en la actividad interna se observó una aceleración importante en el cuarto trimestre, tal como se esperaba. Agrega, que este comportamiento debiera extenderse al primer trimestre de 2007, pese a una mayor debilidad en las importaciones de bienes de capital, en tanto, el consumo sigue mostrando fortaleza y el sector inmobiliario muestra señales de recuperación.

Manifiesta el Consejero señor Desormeaux, que nuestros antecedentes sugieren que el probable menor dinamismo de la demanda interna durante el primer semestre sería compensado por mayores exportaciones netas, a raíz de menores niveles de importaciones.

En su opinión, señala el señor Consejero que hasta aquí, con pequeños matices, este cuadro se enmarca dentro de nuestro escenario central de proyecciones, sin embargo, varios desarrollos paralelos apuntan a un escenario en que la inflación futura podría encontrarse por encima de lo previsto en el escenario central.

Indica el señor Consejero, que la principal evidencia en esta dirección proviene, como se ha dicho anteriormente, de los antecedentes que trajo consigo la inflación de enero. Agrega el señor Consejero que si bien la inflación total estuvo dentro de lo previsto, las medidas de inflación subyacente fueron más altas de lo esperado. Algo similar ocurrió con las medias podadas y el IPCX2. Si bien es posible asociar este incremento del IPCX1 a algunos productos específicos, resulta difícil pensar que ellos tengan un efecto meramente transitorio sobre el nivel de precios. Manifiesta el Consejero señor Desormeaux que ello sugiere que el incremento anual del IPCX1 podría ser 0,3 puntos porcentuales superior a lo proyectado el mes pasado.

Finalmente, el Consejero señor Desormeaux señala que un segundo antecedente proviene del mercado laboral; los datos más recientes de la Universidad de Chile corroboran la señal que entrega la encuesta del INE, en el sentido de que el mercado laboral continúa mostrando un panorama de holguras acotadas o estrechas. Agrega el Consejero señor Desormeaux que coherente con este diagnóstico los salarios nominales muestran una aceleración en diciembre, aún cuando los costos laborales unitarios siguen creciendo a tasas acotadas.

Por último, manifiesta el Consejero señor Desormeaux que el propio mercado ha revaluado sus expectativas de tasas de interés a la luz de estos antecedentes, después de la decisión de enero el mercado proyectó un nuevo recorte de tasas de interés en el curso de este año: esta expectativa se diluyó después de conocido el IPC de enero.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sin embargo, señala el Consejero señor Desormeaux que tanto las tasas *forward* como las encuestas de expectativas económicas que elabora el Banco Central de Chile prevén la mantención de la tasa de política monetaria en 5% por todo el año 2007 y un aumento de 25 puntos base en diciembre de 2008 en el caso de esta última medición. Menciona el Consejero señor Desormeaux que no cabe duda que estos antecedentes corresponden a los desarrollos de sólo un mes y por lo tanto es muy temprano para pensar en escenarios alternativos. Agrega, que si en el mes de enero existían algunos antecedentes para pensar que la inflación podría ser superior a la prevista en nuestro escenario central, cree que a la luz de estos desarrollos la probabilidad de que ello se materialice ha aumentado.

En vista de estos antecedentes, el Consejero señor Desormeaux cree que el argumento de esperar para acumular más información que permita evaluar la validez del escenario central sigue siendo la mejor alternativa.

Por todo lo anterior, el Consejero señor Jorge Desormeaux vota por la mantención de la tasa de política monetaria en su nivel actual, de 5%.

El Vicepresidente señor José De Gregorio, manifiesta que en el escenario base del último Informe de Política Monetaria la trayectoria de la tasa de política monetaria, coherente con la meta de inflación, es una reducción en el corto plazo superior a los 25 puntos base. Agrega el señor Vicepresidente que de otro modo, la proyección de inflación estaría significativamente debajo de tres por ciento en un horizonte de dos años.

Indica el señor Vicepresidente que esta fue la razón por la cual votó por una reducción de la tasa de política monetaria de 25 puntos base en el mes de enero, en cuyo caso, en el escenario más probable, habría reducciones de la tasa de política monetaria adicionales en los meses venideros. Agrega, que como siempre ocurre con los ejercicios de proyección, hay riesgos que es necesario ponderar y que por lo tanto pueden recomendar alterar el curso o ajustar el ritmo de la evolución de la tasa de política monetaria implícito en el escenario base, para asegurar de mejor forma el cumplimiento de la meta de inflación.

Indica el señor De Gregorio, que la novedad más relevante que se ha observado en el último mes es una sorpresa importante en el IPCX e IPCX1, razón por la cual sugiere que en esta reunión se le dé mayor prioridad a los riesgos que al escenario central. En particular, a los riesgos al alza en materia de inflación. De hecho, la mayoría de las medidas de inflación subyacente habrían sido más elevadas de lo esperado.

Hace presente el Vicepresidente señor De Gregorio que existe incertidumbre sobre la magnitud de la brecha del producto, en particular dada la evolución del desempleo y las presiones de costos que puedan estar incubándose en la actual coyuntura, las que podrían ser superiores a las contempladas en nuestro escenario base. Si bien la evolución de los costos laborales no muestra un desalineamiento respecto del escenario consistente con el logro de la meta inflacionaria, es importante destacar que el último registro del IPC refleja un mayor riesgo puntual en materia de inflación. Agrega el señor De Gregorio que por supuesto existen otros factores que podrían modificar esta evaluación, como por ejemplo las revisiones que se hagan al PIB de tendencia y la tasa de interés neutral en base a las nuevas cuentas nacionales, pero en esta oportunidad no le parecen de primer orden. Asimismo, señala que la evidencia respecto a la inversión revelaría que hay un riesgo de que sea algo más lenta que lo predicho en el *IPoM*, pero no de una magnitud importante con la evidencia acumulada hasta ahora.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Expresa el Vicepresidente señor De Gregorio que en este contexto, la evidencia en materia de inflación subyacente para el mes de enero sugiere cautela, y a su juicio recomendaría mantener la tasa de política monetaria en esta reunión.

Finalmente, el Vicepresidente señor José De Gregorio manifiesta que de no haberse producido la noticia inflacionaria, cree que estaría inclinado a apoyar una nueva reducción de la tasa de política monetaria. Manifiesta, que sin embargo en la medida que las presiones inflacionarias sorpresivas observadas este mes se disipen, se abrirá espacio para nuevos relajamientos de la política monetaria coherentes con nuestro escenario base del *IPoM*.

Señala el señor Vicepresidente, que en esta discusión se ha levantado un punto importante y es como señalar que el movimiento de enero no era en un escenario central que contemplaba una sola reducción acotada de la tasa de política monetaria. Si no es el comunicado, al menos esperaría que quedara más claramente reflejado en la Minuta, aunque la virtud de nuestra forma de hacer política monetaria es que ninguna opción es descartable en el escenario más probable, el próximo movimiento será a la baja.

Por lo anterior, el Vicepresidente señor José De Gregorio señala que en esta ocasión su voto es por mantener la tasa de política monetaria en 5% y solicita que en el comunicado o la minuta quede reflejado de manera más adecuada el escenario más probable que se consideró en el *IPoM*.

El Presidente, señor Vittorio Corbo, agradece al staff el análisis de los acontecimientos ocurridos desde la última Reunión de Política Monetaria.

Señala el señor Corbo, que quisiera centrar su intervención en identificar las novedades y sus implicancias sobre la inflación proyectada en la tasa de política monetaria. Indica el señor Corbo que, en términos generales, esta reunión no trae muchas sorpresas, por lo que el escenario central del *IPoM* de enero sigue vigente.

Manifiesta el señor Presidente, que las condiciones internacionales siguen favorables y en el último mes incluso se han fortalecido, agrega que en Estados Unidos de América se sigue acumulando evidencia, la profunda corrección en el sector vivienda no ha sido capaz de afectar el crecimiento global, gracias a la fuerza que sigue mostrando el consumo y ahora también la positiva contribución de las exportaciones netas. Indica el señor Presidente que por el lado de la oferta, destaca el dinamismo del sector servicios. Agrega que el crecimiento al cuarto trimestre sorprendió por su fuerza, además que comienzan a surgir algunos signos de que la corrección del sector vivienda estaría llegando a su fin.

El Presidente señor Corbo, señala que los mercados financieros han reaccionado a esta nueva información reduciendo el número del recorte esperado en la tasa de política monetaria, sólo uno ahora ha avanzado en año.

Manifiesta el señor Corbo que en paralelo China terminó creciendo el 2006 más que lo proyectado y lo mismo se estima ahora para la India. Las condiciones financieras internacionales se mantienen favorables con otra baja en el margen en los *spreads* de deuda. Menciona el señor Presidente, que el precio del petróleo se ajusta al alza, eso si, asociado al recrudecimiento del invierno en el importante mercado de Estados Unidos de América. En tanto el precio del cobre, sufre otra baja adicional y se tiende a ubicar ahora en torno a los 240 centavos de dólares la libra. Asimismo, que en la economía local, las cifras de actividad confirman su esperado repunte, el que se veía insipiente en la reunión pasada.

4



El Presidente, señor Corbo indica que en cuanto a los componentes, la información que más destaca es el mantenimiento a la fortaleza del consumo y la evolución de la inversión que muestra señales mixtas de mayores importaciones de bienes de capital en el cuarto trimestre de 2006, con cifras preliminares para enero de 2007, menores a los meses previos.

En inflación total, el señor Corbo señala que las cifras no se alejan del escenario central, mientras que la subyacente sí presenta indicios de más inflación en el corto plazo, aumentando el riesgo de mayor inflación futura e interesantemente que después de varios meses donde las tendencias inflacionarias mostraban comportamientos mixtos, este mes todas las medidas suben. Agrega, que esto requiere tener más información sobre la evolución de las distintas medidas de tendencia inflacionarias para validar la proyección de inflación del escenario central del último *IPoM*. Las cifras del mercado laboral, han construido un panorama de menores holguras y por lo tanto son una fuente de potenciales presiones de costo. Señala que las cifras de remuneraciones apoyan esta visión, aunque las medidas de costos laborales no han cambiado sustancialmente con respecto al mes previo.

Finalmente, manifiesta el Presidente señor Corbo que las escasas sorpresas de este mes, esto en línea con el escenario central, aunque con un aumento en el riesgo inflacionario hacen que la opción de política de mantener la tasa de política monetaria sea la más apropiada. El Comunicado debiese ser en un lenguaje neutral parecido al de enero y que cualquier discusión con respecto al curso futuro se dejará para la Minuta.

Por último, el Presidente señor Corbo señala que como siempre, se seguirá muy de cerca la evolución de la economía, especialmente para terminar su implicancia en la inflación proyectada y por lo tanto la trayectoria futura de la tasa de política monetaria. Por lo anterior, el Presidente señor Vittorio Corbo vota por mantener la tasa en 5%.

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

104-01-070208 – 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 5% anual.

Se deja constancia que siendo las 16.45 horas, se retira de la Sala de Consejo el Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco Brañes y su Asesor Macroeconómico, señor Luis Felipe Céspedes Cifuentes.

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 5% anual.

El escenario externo relevante para la economía chilena continúa favorable. El crecimiento mundial sigue elevado, mientras las condiciones financieras internacionales se mantienen ventajosas. El precio del cobre ha seguido descendiendo, aunque más gradualmente que en

41



meses pasados, mientras el precio del petróleo ha tenido un repunte. Ambos movimientos son coherentes con el escenario central del último Informe de Política Monetaria.

La información disponible da cuenta que la actividad interna recobró cierto dinamismo durante el cuarto trimestre del año pasado, en línea con lo previsto en el último Informe. El empleo asalariado continúa aumentando. Las condiciones financieras internas permanecen favorables y la estructura de las tasas de interés nominales se redujo.

La inflación total evolucionó de acuerdo con lo proyectado en el último Informe de Política Monetaria. Las medidas subyacentes IPCX e IPCX1 (que excluye combustibles y perecibles, y algunos servicios regulados, respectivamente) aumentaron algo más que lo previsto, aunque no constituyen antecedentes suficientes para modificar el escenario central. Los costos laborales siguen contenidos y las expectativas de inflación de mediano y largo plazo se mantienen ancladas en torno a 3%.

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 para lograr este objetivo dependerán de la nueva información que se acumule y de sus implicancias sobre la inflación proyectada.”

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17:15 horas.

JOSÉ DE GREGORIO REBECO  
Vicepresidente

VITTORIO CORBO LIOI  
Presidente

MANUEL MARFÁN LEWIS  
Consejero

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ  
Consejero

ENRIQUE MARSHALL RIVERA  
Consejero

ANDRÉS VELASCO BRANES  
Ministro de Hacienda

JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR  
Ministro de Fe Subrogante



## BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 105  
celebrada el 15 de marzo de 2007

---

En Santiago de Chile, a 15 de marzo de 2007, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Vittorio Corbo Lioi y con la asistencia del Vicepresidente don José De Gregorio Rebeco y de los Consejeros don Jorge Desormeaux Jiménez, don Manuel Marfán Lewis y don Enrique Marshall Rivera.

Asiste el señor Ministro de Hacienda, don Andrés Velasco Brañes.

Asisten también:

Gerente General, don Alejandro Zurbuchen Silva;  
Subgerente General, don Leonardo Hernández Tagle;  
Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldívar;  
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;  
Gerente de División Política Financiera, don Pablo García Silva;  
Gerente de División Operaciones Financieras, don Esteban Jadresic Marinovic;  
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Igal Magendzo Weinberger;  
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;  
Gerente de Mercados Financieros Nacionales, don Beltrán De Ramón Acevedo;  
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; y  
Secretario General, don Jorge Court Larenas.

El Presidente señor Vittorio Corbo, comunica a los señores Consejeros que el orden de la tabla, en esta oportunidad, se cambiará debido a que el primer ítem, referido a la fijación de la fecha de la Reunión de Política Monetaria que corresponde al mes de septiembre de 2007, aún no se encuentra definida debido a que coincidirían las fechas de la presentación del Informe de Política Monetaria del mismo mes al Senado, con otras reuniones de esa Corporación, lo que deberá coordinar con su Presidente, H. Senador señor Eduardo Frei Ruiz-Tagle, y que lo comunicará en su oportunidad.

A continuación, el señor Presidente señala que, como es habitual, se dará inicio al Informe Económico y Financiero que presenta la Gerencia de División Estudios.

El señor Gerente de División Estudios hace presente, que en esta oportunidad, el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Igal Magendzo Weinberger efectuará la presentación completa del referido Informe, en atención a que el Gerente de Análisis Internacional, señor Sergio Lehmann Beresi, se encuentra en Japón representando al Banco Central de Chile en la reunión del *PEO Forecasters/SOTR*, que se desarrolla bajo el marco del *Pacific Economic Cooperation Council (PECC)*.





El Gerente de Análisis Macroeconómico señala que en el escenario internacional, los puntos destacados son las fuertes turbulencias que se observaron en los mercados financieros internacionales, desencadenadas por caídas en las Bolsas Chinas. Agrega también la preocupación por el crecimiento de la economía de Estados Unidos de América como consecuencia de los problemas financieros en el sector *subprime* y, por último, el impacto que pudieron tener los créditos hipotecarios sobre el resto del mercado, lo que derivó en un proceso de *flight to quality*.

Agrega el Gerente de Análisis Macroeconómico, que en este contexto de gran volatilidad, las Bolsas experimentaron importantes ajustes a la baja, mientras las tasas largas en mercados desarrollados retrocedieron entre 10 y 20 puntos base. Señala asimismo, que los *spreads* de economías emergentes aumentaron y los de monedas se depreciaron. Comenta que en un principio los movimientos fueron de magnitud comparables con el *self off* de mayo de 2006, pero posteriormente el proceso se revirtió parcialmente.

Por otra parte, indica que el precio del cobre aumentó más de 15% en el mes, ante expectativas de mayor demanda por parte de China, lo que ha motivado la toma de posiciones por parte de los fondos de inversión. Indica también, que si bien los precios del petróleo se ubican en un nivel similar al mes anterior, el precio de la gasolina aumentó más de 15% ante problemas transitorios de refinación.

En términos de crecimiento mundial, el Gerente de Análisis Macroeconómico manifiesta que el escenario se mantiene ventajoso; la Zona Euro mantiene su dinamismo, mientras en Japón el fuerte crecimiento del cuarto trimestre ha sorprendido positivamente, mejorando las perspectivas para el 2007. Con respecto a China, las proyecciones se corrigen nuevamente al alza.

El Gerente señor Igal Magendzo manifiesta que por el lado de los Indicadores de Actividad y Precio de los Estados Unidos de América, éstos en general han sido negativos, desde el punto de vista de las expectativas de mercado; los indicadores más recientes que tienen que ver con empleo y la tasa de desempleo fueron positivos, mientras que las ventas minoristas fueron menores a las que se esperaban.

Asimismo, el Gerente señor Magendzo manifiesta que por el lado de los precios también se tienen indicadores positivos y negativos. Sin embargo, lo más reciente es la publicación conocida esta mañana, en relación al Índice de Precios al Productor del mes de febrero en Estados Unidos de América, lo que nuevamente pone una nota de cautela respecto de la inflación; el *headline* fue de 1,3%, mes a mes y de 2,5%, año a año. Agrega que ello es más del doble de lo esperado por el mercado. Hace presente, sin embargo, que la cifra *core* duplicó las expectativas del mercado al alcanzar un 0,4% mes a mes. En todo caso, los mercados financieros tuvieron respuestas más bien acotadas a estas noticias, por lo menos es lo que se ha observado hasta la fecha.

Hace presente el señor Gerente de Análisis Macroeconómico que la contribución al crecimiento de Estados Unidos de América y lo que destaca del cuarto trimestre, por un lado, es la contribución negativa que tiene la acumulación de inventarios. Asimismo, señala que, por otra parte, está la contribución positiva de las exportaciones netas, lo que debería ir en la dirección de reducir los desbalances globales.



Agrega el señor Magendzo que los indicadores de confianza de los consumidores se han mantenido favorables.

En relación al mercado de las viviendas, indica el señor Magendzo que éste ha suscitado algunas preocupaciones, sobre todo por lo que ha ocurrido con la morosidad en los mercados *subprime*. Asimismo, comenta que en el gráfico de la calidad de créditos, donde se presenta el porcentaje de la cartera morosa, se observa lo ocurrido con dichos mercados, que ha llevado incluso a algunas instituciones importantes a declarar que no continuarán pagando.

Indica que por el lado de la inflación, lo más destacable es lo que acaba de mencionar, a pesar de lo antes dicho, que la inflación continúa en rangos que presentan cierta preocupación.

Por el lado de la Zona Euro, el señor Magendzo señala que los indicadores son más positivos, siendo lo más destacado lo que dice relación con el ESI de febrero, puesto que el valor efectivo superó al esperado y también al del mes anterior.

Menciona el Gerente de Análisis Macroeconómico que, en relación a la actividad en la Zona Euro, todos los indicadores van hacia arriba, la confianza empresarial se ha mantenido relativamente estable en niveles elevados, destacando una caída en el indicador para Alemania que estaría seguramente asociado a anuncios de aumento del IVA en ese país.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señala que el indicador de consumo privado para Francia había sido una preocupación por mucho tiempo, debido a la falta de dinamismo en el consumo en general. Al respecto, menciona que actualmente dicho país muestra variaciones bastante elevadas en relación al consumo de productos manufactureros, lo que podría anticipar riesgos respecto al escenario de dicho país.

En relación a Japón, indica el señor Magendzo que destaca principalmente la reactivación en el consumo observado durante el cuarto trimestre del año 2006, que se corrigió al alza de un 4,8% a un 5,5%, trimestre a trimestre anualizado, a pesar que el PIB del mismo año quedó igual por correcciones efectuadas en los trimestres anteriores. Por su parte, la inflación en Japón, si bien en los registros continúa siendo subyacente en los rangos negativos y que el índice total está en cero, la proyección de *Consensus Forecast* muestra que habrá un aumento, lo que está relacionado con las expectativas de alzas en las tasas de interés en ese país.

Menciona el señor Gerente Macroeconómico que por el lado del crecimiento mundial, se observan correcciones bastante menores, todas al alza. En su opinión, la corrección que más llama la atención es la de Estados Unidos de América para el año 2007; esto, antes de la revisión del cuarto trimestre de 2006, de 3,5% a 2,0%, que seguramente se corregirá a un escenario más parecido al 2,3% – 2,4%, en nuestro país.

Por otra parte, destaca el señor Magendzo que para China el World Economic Outlook, (*WEO*), contempla un crecimiento del 10%, un poco mayor a lo que tenemos en nuestros datos.

Menciona el señor Magendzo que, en cuanto al precio del cobre, ha aumentado su volatilidad, lo que puede ser reflejo de la volatilidad financiera que se dio en los mercados. Agrega que todavía se está sin una desviación importante en el escenario del *IPoM*.



Menciona el señor Gerente, que por el lado del petróleo se observa un precio que se ha mantenido relativamente estable, con algún incremento, y la volatilidad en este mercado ha tendido a caer. Hace presente, que el escenario actual es que el aumento que se está observando es más bien transitorio, respecto a la proyección que se tenía en el *IPoM*.

Menciona el señor Gerente de Análisis Macroeconómico que, en relación a las gasolinas, destacan los problemas puntuales en las refinerías, ya que más allá de las mantenciones que se hacen en esta época del año, se han producido incendios, lo que ha llevado hacia arriba el *crack spread* y su precio en los mercados internacionales. Agrega, que esto se refleja en la acumulación de inventarios sobre demanda que también ha tendido a bajar, lo que sustenta el mencionado aumento.

Hace presente el Gerente de Análisis Macroeconómico que, respecto a la probabilidad de cambio de la tasa de política, más allá que en Estados Unidos de América se observe una probabilidad bastante cierta de 5% a septiembre, y una probabilidad más bien acotada de 4,75%, hay un escenario más bien de mantención. También destaca que para la Zona Euro hay expectativas de aumento de 25 puntos base, lo mismo que para Japón.

El Presidente señor Corbo agradece la presentación del señor Magendzo y ofrece la palabra para comentarios.

El Consejero señor Marfán señala que, con respecto al escenario internacional, tiene la impresión que resulta útil efectuar comparaciones con anteriores episodios de carácter económico, aún cuando no sean exactamente iguales. Agrega que en su opinión, todas las turbulencias generan alguna preocupación, ya que existe la posibilidad que se produzca un ajuste en los mercados financieros internacionales y que eso pudiera afectar de alguna manera nuestra economía. Menciona, que para seguir con la lógica de las comparaciones, recuerda el episodio de la crisis del tequila, porque en esa época toda América Latina se vio afectada, incluyendo Chile en su Cuenta de Capitales. De hecho, la comparación de flujos financieros antes y después de la crisis, fue muy fuerte. Sin embargo, agrega el señor Consejero, Chile tenía dos o tres características en ese momento, que se parecen a las de ahora. La primera, es que el año inmediatamente anterior había sido un año de bajo crecimiento, por lo tanto, la economía no estaba vulnerable, desde esa perspectiva, para poder enfrentar un *shock* de Cuenta de Capitales de esa naturaleza. En segundo lugar, había un buen precio del cobre, buenos términos de intercambio, cosa que también sucede ahora. En tercer lugar, había una política fiscal muy fuerte. En consecuencia, lo que sucedió en realidad, fue que el año 1995 fue uno de los años con un *pick* local de crecimiento y no hubo alteración inflacionaria, ni efectos cambiarios relevantes. Concluye el señor Consejero, que haciendo un paralelo con la situación actual, aunque no son idénticas, existen elementos para conocer cómo nos podría afectar un *shock* de Cuenta de Capitales, que sería lo más probable de existir si se validan los temores de un ajuste en los mercados internacionales. Agrega el señor Consejero, que tiene la impresión que la economía chilena, al igual que esa época, cuenta con todos los seguros tomados, de modo que el impacto que se produciría sería mínimo.

El Gerente de Investigación Económica, señor Klaus Schmidt-Hebbel indica que, a su juicio, un elemento que se señala en la presentación no ha sido lo suficientemente enfatizado y que se refiere al hecho que el escenario central de la economía internacional ha mejorado desde el *IPoM* de febrero hasta la fecha. Agrega que el crecimiento mundial que se proyecta en un 4,9%, es idéntico a la proyección que el *FMI* publicará en el mes de abril, que



BANCO CENTRAL DE CHILE

son dos décimas más que el *IPoM*; una décima más que en el mes de febrero. Agrega que el crecimiento de Estados Unidos de América corrige significativamente este escenario.

El Vicepresidente señor De Gregorio, estima que es la misma proyección del *IPoM* de septiembre de 2006, y que solamente hay un cambio de composición. Señala que no se puede comparar *WEO* con *IPoM*.

El Gerente de Investigación Económica, señor Klaus Schmidt-Hebbel hace presente que *WEO* con *WEO* es igual, e indica que las proyecciones se corrigieron en dos décimas desde hace dos meses, es decir de 4,7% a 4,9%. Agrega que en Estados Unidos de América se corrigió de 2,3% a 2,7% y los socios comerciales de 3,7% a 3,9%. Menciona el señor Gerente, que esto además podría estar asociado al hecho que se ha tenido un gran *shock* en un *commodity* clave que es el cobre y un *shock* moderado positivo alcista en el precio del petróleo. Señala que detrás de esto podrían estar las correcciones en la demanda asociada al crecimiento. Asimismo, indica que el aumento del precio del cobre, como se enfatizó, fue hasta los últimos días +17%, en cambio respecto a hoy día fue +22% y por último, respecto a 28 ó 30 días atrás, el petróleo fue mucho menos. Manifiesta el señor Gerente que ambas cosas podrían estar relacionadas, y que son noticias muy relevantes para esta reunión.

El Gerente de Mercados Financieros Nacionales, señor Beltrán De Ramón resalta que el único comentario que tiene por el lado económico es que Japón está bien, también China y Europa y que los Estados Unidos de América es la gran incógnita. Menciona el señor De Ramón, que le llama la atención el gráfico que muestra la contribución al crecimiento del cuarto trimestre, donde el consumo tiene alrededor de tres puntos o la mitad del crecimiento de Estados Unidos de América. Agrega el señor De Ramón, que el año pasado la situación del mercado inmobiliario, que obviamente llevaba un menor consumo, fue compensado por el aumento del *equity*. El *Dow Jones* subió el año pasado 16,3% lo que no se está presentando ahora.

El Gerente de Mercados Financieros Nacionales agrega que hay dos factores que afectan la riqueza y, por lo tanto, el consumo en los norteamericanos. Señala que este año el *Dow Jones* lleva una caída de 2,7%, sin contar lo que está pasando hoy que es al alza, pero si estas turbulencias se mantienen y estos índices caen más, el señor De Ramón menciona que podría estar severamente afectado el consumo y eso lo encuentra preocupante.

El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, cree que en particular, el escenario para los Estados Unidos de América, como también lo menciona el Gerente de Mercados Financieros Nacionales señor De Ramón, tiene distintos focos de riesgo. En opinión del señor Gerente de División, lo que podría pasar con el crédito inmobiliario es otra incertidumbre que se observa, en relación a la forma de otorgar el crédito, basándose en razones de delincuencia y de no pago.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Esteban Jadresic, señala que respecto al *self off*, claramente la comparación con los episodios anteriores muestra que estaba mucho más concentrado en los mercados de renta variable que en los de renta fija. Menciona que, los grandes efectos se observan en las Bolsas y no así en los *spreads*, como tampoco en los bonos. En su opinión, aquí se muestran los gráficos del *fly to quality* en los Estados Unidos de América y agrega que se ve que las tasas han bajado y que esto es muy



BANCO CENTRAL DE CHILE

lógico. Indica que si se miran los índices de bonos para economías emergentes, tampoco se ve un efecto negativo en esos mercados y en los mercados locales, como tampoco en el caso de Chile. Menciona que parece estar mucho más centrado en renta variable. Se pregunta el señor Jadresic qué es lo que está detrás de esta situación. Le parece que este *self off* tiene mucho que ver con las preocupaciones respecto al desempeño de la economía real, es decir, proyecciones que se puedan hacer, pero no respecto a la estabilidad financiera, como tampoco a los fundamentos más básicos relacionados con la capacidad de pago y el cumplimiento de compromisos.

Finalmente, el Gerente mencionado hace presente que él no lo interpretaría como una mayor preocupación de los mercados respecto a sus escenarios extremos. Comenta que más bien tiene que ver con una mayor incertidumbre, respecto a la evolución de la economía mundial en los plazos más cercanos, pero descartando escenarios más extremos.

El señor Ministro de Hacienda comenta que cree que es muy importante para la discusión que se va a generar, tener un diagnóstico compartido respecto a lo que está pasando con el cobre y el petróleo. Agrega el señor Ministro, que se quiere enfatizar que lo relevante para esta discusión no es lo que pasó con el precio *spot* en la últimas dos semanas, sobretodo porque en el caso del cobre se sabe que la volatilidad ha subido. Por lo tanto, el precio *spot* no es un buen indicador de lo que sucederá. Señala el señor Ministro que, a su juicio, la pregunta relevante es cómo ha cambiado la curva de futuros en relación a la última Reunión de Política Monetaria y cuál es el precio proyectado de cada uno de estos dos bienes para el horizonte relevante. Asimismo, menciona el señor Ministro que lamentablemente en los gráficos que se muestran no se tiene la curva de futuros previa.

Por otro lado, señala el señor Ministro que en el caso del petróleo *pivotea* la curva sobre el precio, que es un dólar más alto, e igual sigue estando plana. Agrega el señor Ministro que en el caso del cobre ocurre algo similar, hay un *pivoteo*, pero la diferencia está en que el precio predicho es relativamente menor, por lo tanto, no es obvio que se esté ante un escenario de cambios importantes en los precios de estas dos variables.

El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, señala que quiere comentar respecto del *IPoM*. Indica el señor Gerente que respecto del *IPoM*, las curvas son planas para el cobre, básicamente en ambos casos, y hoy claramente está muy por encima de la otra, o sea está la curva futuro. La curva de *WTI* en cambio, mantenía la tendencia al alza y se piensa que hacia marzo de 2008 estaría llegando para el *IPoM* a algo así como 62% y hoy está llegando a algo así como 64%. Agrega que *pivotea* desde 62% para arriba y es una de las razones para tenerlo como escenario de riesgo.

Comenta el señor Ministro de Hacienda que el punto clave está en la pendiente, debido a que es muy importante que ésta se vea hacia arriba. Señala que lo anterior puede ser engañoso, si se olvida que la vez anterior también la pendiente estaba hacia arriba. En su opinión, lo que importa es dónde se interceptaría esa pendiente con alguna fecha arbitraria, como por ejemplo, marzo del año 2008.

Hace presente el Gerente de División Estudios que aunque son muy importantes estos dos antecedentes, le parece que no son cruciales en relación al cobre, la deuda fiscal, la propiedad extranjera, y otros, lo que se ha discutido en reiteradas oportunidades.



El Vicepresidente señor José De Gregorio agrega que no desea que quede la sensación que de repente se hacen afirmaciones en las que existe un consenso. Señala que tiene la sensación que, tomando en cuenta el último comentario del Gerente de División Estudios, el escenario base, con más o menos décimas, resulta similar, sobre todo cuando los futuros suben por *shocks* transitorios. Señala que su sensación es que hoy existen muchos más riesgos. Un ejemplo de esto es lo que pasó en las Bolsas, debido a una gran turbulencia financiera que de una u otra manera nos afecta. Estima el señor De Gregorio que algo de lo que ha pasado en la Bolsa en Chile sucede debido a las repercusiones domésticas.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que, en su opinión, cuando se habla de riesgos en el escenario internacional, no siempre tienen la misma implicancia para las decisiones que debe tomar el Banco Central de Chile, porque cuando se está hablando de riesgo de crecimiento, con un sesgo a la baja, obviamente, la implicancia que ese riesgo podría tener en las decisiones de política es un sesgo a la baja en la tasa de política monetaria. Agrega el señor Marfán, que en cambio, cuando se está hablando de riesgos financieros internacionales que pudieran afectar el tipo de cambio por razones financieras, resulta todo lo contrario, ése es un sesgo más bien al alza de la tasa de política. Le parece que no se puede dar igual tratamiento a todos los riesgos para tomar una decisión. Señala el señor Consejero que, por cualquier motivo, la sensación de riesgo que percibe es de una mayor desaceleración, no en el escenario central, sino que como un escenario de riesgo, y que claramente debería tener implicancias de materializarse en lo que ocurra con las decisiones que se toman. Agrega el señor Consejero, que lo que ocurra en la economía chilena, en el sentido de que si el riesgo es más bien de un ajuste en los mercados financieros internacionales, tiene la impresión que los impactos que pudieran producirse serían relativamente menores.

El Consejero señor Jorge Desormeaux, señala que coincide con lo expuesto por el señor Vicepresidente, en el sentido que el escenario central sigue siendo, a grandes rasgos, el mismo, pero que los riesgos han subido y nuevamente la discusión está en torno a la economía norteamericana. Agrega el Consejero, que las consecuencias para nuestra política monetaria no son tan obvias, porque lo complejo de la situación que se está viviendo es que existen algunas señales que indican que las dificultades del mercado inmobiliario se pueden traspasar a otros sectores, a través del endurecimiento de los criterios para otorgar créditos. Agrega el señor Consejero, que esto es algo que recién se está observando. Asimismo, hace presente que, lamentablemente esto ocurre simultáneamente con indicadores de inflación que son relativamente persistentes, y que sugieren un escenario en que nos podríamos encontrar con una economía que se desacelera y en la cual las tasas de interés, en lugar de bajar, pueden mantenerse o incluso subir. Finalmente, el Consejero señor Desormeaux señala que el riesgo que se corre, que no es bajo, es un riesgo que no estaba contemplado.

El Presidente señor Vittorio Corbo indica que quiere dar a conocer su punto de vista sobre lo que se ha tratado y también resumir algo la discusión. Al respecto, cree que el principal riesgo que están observando los mercados hoy, es algo muy puntual en el mercado financiero que son los créditos *subprime de Mortgage* y que ya se han visto algunos problemas importantes en el deterioro de estas carteras, y que éstos se han extendido a algún otro elemento en el mercado financiero. Indica el señor Presidente que también se están observado algunas presiones en los mercados de derivados de créditos, y este es un elemento financiero cuyas consecuencias totales son difíciles de dimensionar. Le parece que es relativamente acotado como tamaño de mercado financiero total, en cuanto a que éstas son economías suficientemente profundas como para llevarlo a cabo y que hasta ahora lo anterior se ha observado más bien en precios de acciones y también en paridades cambiarias.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Por otro lado, el señor Presidente menciona que hay otro elemento importante que se ha profundizado en las últimas dos o tres semanas, consistente en la preocupación por el curso de la economía norteamericana. Indica que como lo ha expresado el señor Vicepresidente, el escenario central no ha cambiado, pero presenta un sesgo hacia abajo, especialmente por la corrección del mercado de la vivienda, que pareciera que estaba completándose, pero lo más probable es que este *shock* que se ha observado últimamente en el mercado de hipotecas, pueda terminar con restricciones crediticias que hacen difícil que se estabilice incluso ese sector. También señala que en los Estados Unidos de América se está observando algo más la desaceleración que tenía la inversión, es decir, se ha ido extendiendo más allá del mercado de la vivienda, lo mismo está ocurriendo con el mercado automotriz, debido a que también se observa que se ha extendido un poco más la desaceleración de la inversión.

Por otra parte, comenta el señor Presidente que en su opinión, queda cuestionada la actividad del sector vivienda y lo que va a suceder con el consumo privado. Agrega que puede haber un ajuste en el consumo, pero habría que monitorearlo. También comenta que el escenario central de la economía norteamericana es relativamente parecido al de Chile, no el 2,7% que tienen, pero sí un crecimiento más cercano, entre 2% y 2,5%. Cree el señor Presidente que los riesgos hoy en día están hacia abajo con respecto a la actividad, que también existe preocupación en los mercados accionarios, debido a que en los últimos 4 ó 5 años ha existido un crecimiento muy alto en las actividades de las empresas y existiría incertidumbre de si van a poder mantener esos crecimiento y utilidades, sobre todo si la economía se desacelera más.

Asimismo, el señor Presidente indica que existe incertidumbre internacional y a esto se suma, como lo mencionaron el señor Vicepresidente y el Consejero señor Desormeaux, que las cifras inflacionarias no son buenas, el mercado está muy atento al IPC, y el *FED* está señalando desde hace mucho tiempo su preocupación por la inflación por encima de su meta.

El Presidente señor Corbo, se refiere especialmente al alza de precios que se ha venido observando en algunos productos que tienen que ver con esta política de producir petróleo a través del trigo y a través del maíz, elementos que también producirán afuera un *shock* importante a los *commodities*.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco consulta al señor Presidente, a qué se refiere con la expresión "hacia abajo". El Presidente señor Vittorio Corbo responde al señor Ministro de Hacienda que dice relación con la actividad en los Estados Unidos de América. El señor Presidente señala también que le tocó participar el lunes recién pasado en una reunión de Presidentes de Bancos Centrales en Basilea y ése fue el tenor de la reunión, en el sentido que los riesgos de los Estados Unidos de América se han revertido, es decir, están hacia la baja y la gran preocupación existente es por los mercados financieros.

Finalmente, comenta el señor Presidente que le parece importante destacar que las cifras de Europa son mejores de lo que se pensaba, también las cifras de Japón, al igual que las de China. Agrega sobre el mismo tema, que le parece extraño que la desaceleración de los Estados Unidos de América ha afectado poco al resto del mundo, y cree que a lo mejor existe menor dependencia de ese país.



BANCO CENTRAL DE CHILE

A continuación, el Presidente señor Corbo ofrece la palabra al Gerente de Análisis Macroeconómico, don Igal Magendzo Weinberger, a fin que presente la exposición sobre la parte nacional.

El Gerente señor Magendzo manifiesta que en el mercado financiero local las principales novedades fueron la caída de las bolsas y la volatilidad del tipo de cambio, ambas en parte ligadas a la inestabilidad en los mercados mundiales. Por un lado, comparado con los datos al cierre estadístico para esta sesión, desde el cierre de la reunión anterior el IPSA retrocedió 2,7% en pesos y 1,3% en dólares, deshaciendo una parte del incremento que había acumulado en el año. Agrega que una fracción del ajuste se dio previo a la caída de la Bolsa en China, siendo *commodities*, *retail* y consumo los sectores del IPSA más afectados. Señala el señor Magendzo que, por ahora, es difícil establecer que esta caída de la Bolsa correspondiera a peores expectativas para la economía. Por otro lado, la cotización de la paridad peso versus dólar se volvió más volátil a comienzos de marzo, en línea con lo ocurrido con las monedas de otras economías emergentes. En todo caso, comparada con la reunión de política monetaria anterior, la paridad nominal disminuyó en 1,7%. El tipo de cambio real de febrero se estima se ubicó en 95,04, valor 0,8% menor al de enero. Agrega el señor Gerente que, con todo, el efecto de la inestabilidad de los mercados internacionales tuvo consecuencias menores en el mercado financiero interno. Indica el señor Magendzo, que comparado con las turbulencias de mayo de 2006, la Bolsa y el Premio Soberano Chileno tuvieron una caída y un aumento, respectivamente, sustancialmente menores.

Por otra parte, señala el señor Gerente de Análisis Macroeconómico, que las tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile no tuvieron grandes cambios, a diferencia de sus símiles en economías desarrolladas, en especial en Estados Unidos de América. Hace presente, que luego de la publicación de la Minuta de Política Monetaria de la reunión del mes de febrero de este año, las expectativas de mercado incorporaron una posible baja de la tasa de política monetaria para los próximos dos meses. En particular, señala el señor Magendzo, que las tasas de interés *swap* tuvieron una caída del orden de 20 puntos base para operaciones a tres, seis y doce meses, contado desde el 7 de marzo al cierre del Informe que se presenta para esta reunión. Asimismo, las expectativas de inflación a uno y dos años plazo, luego de bajar en este mes, se ubicaron en niveles levemente menores al cierre anterior. Menciona que a largo plazo no tuvieron mayores cambios, manteniéndose cercanas a 3%. Indica también, que las tasas de crecimiento anual y las velocidades de expansión de los agregados monetarios aumentaron, mostrando una reacceleración tras varios meses de caída o estabilidad. Comenta el Gerente señor Magendzo, que no existe claridad respecto de los factores detrás de esta reacceleración del crecimiento anual del dinero, pero resulta mayor de lo que podría esperarse, producto del recorte de la tasa de política monetaria. De acuerdo con información preliminar con que se cuenta, el crecimiento de las colocaciones totales subió tras varios meses de atenuación, en especial por el aumento de las colocaciones a empresas. Por su parte, la tasa de crecimiento anual de las colocaciones a personas se mantuvo, aunque con un incremento de las destinadas a vivienda y una baja de las de consumo.

Indica el señor Magendzo que en términos de actividad, los datos conocidos el último mes se enmarcaron dentro del escenario base del *Informe de Política Monetaria* del mes de enero. Agrega que por sectores, destacó el crecimiento de la minería y del comercio. En cambio la industria presentó una desaceleración similar a la ocurrida en la actividad agregada, aunque una gran parte de ella es explicada por fenómenos que se estiman puntuales y la irregularidad de los datos en enero y febrero atendido al período de vacaciones. Destacó el señor Gerente de Análisis Macroeconómico que aquellos sectores que compiten con productos importados han mostrado durante los últimos meses tasas de variación anual que son cada vez

40





BANCO CENTRAL DE CHILE

menos negativas, en línea con el escenario base de enero en que el cambio de composición del consumo hacia bienes importados no seguiría profundizándose.

Comenta el señor Magendzo, que por el lado de la demanda, el consumo privado siguió dinámico, con indicadores de ventas que tuvieron un aumento importante en enero. Esto, no obstante, con una composición en que el gasto en bienes habituales creció a tasas anuales mayores, mientras el crecimiento anual del gasto en bienes durables cayó. Agrega el señor Magendzo que respecto de la inversión, en febrero el valor de las importaciones de bienes de capital se situó en niveles elevados, alcanzando US\$ 623 millones, US\$ 467 millones en promedio para igual mes del período 2005-2006. Indica que ello compensó parte del bajo nivel que estas internaciones alcanzaron en el mes de enero. Destacó también el crecimiento de las exportaciones mineras e industriales de inicios de año, lo que incide en deshacer parte de la acumulación de existencias observada al cierre del año 2006.

Manifiesta el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Magendzo, que las cifras más recientes del mercado laboral confirmaron el cambio de tendencia que se comenzó a observar a fines del año 2006. En el trimestre móvil terminado en el mes de enero, la tasa de crecimiento anual del empleo se redujo, en especial el asalariado. Indica que a su vez, descontada la estacionalidad, las tasas de desempleo y participación se mantuvieron estables respecto del trimestre móvil anterior. Señala el señor Magendzo que las remuneraciones nominales y reales medidas por el Índice de Costo de la Mano de Obra crecieron a tasas inferiores a las del mes anterior. No obstante, agrega que otras medidas, como el Índice de Remuneraciones por Hora y los datos de la Asociación Chilena de Seguridad han aumentado en los últimos meses. Por otro lado, los costos laborales unitarios redujeron su tasa de crecimiento y su velocidad continuó disminuyendo, en buena parte reflejando cambios en la productividad medida.

Indica el señor Magendzo que por el lado de la inflación, en febrero el IPC cayó 0,2%, 2,7% anual; el IPCX no varió, 3,1% anual; y, el IPCX1 aumentó 0,1%, 2,4% anual. La puesta en marcha del Plan Transantiago fue el principal factor detrás de la inflación IPC negativa. Menciona el señor Gerente, que en cuanto a las medidas subyacentes, a diferencia de los meses anteriores, no se apreciaron sorpresas relevantes y las medidas alternativas de tendencia cayeron o se mantuvieron, luego de algunos meses en que habían aumentado. Sin embargo, las velocidades de expansión siguieron en aumento aunque a tasas menores que en meses anteriores. Así, a diferencia de los meses previos, no se produjeron sorpresas relevantes en la inflación, no obstante se presentan riesgos sobre la proyección.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Magendzo, señala que el escenario de proyección de corto plazo presenta varios riesgos, especialmente por el lado de la inflación. En primer lugar, existe la posibilidad que el precio del petróleo se mantenga en niveles cercanos a US\$ 60, por encima de lo considerado en el escenario base de enero. Indica también que su efecto en la inflación es difícil de precisar, tanto por la operación del Fondo de Estabilización del Petróleo, como por el desconocimiento de su efecto en la tarifa del transporte público. En segundo lugar, menciona que se ha abierto un riesgo al alza respecto del efecto del aumento en el precio de los productos básicos sobre el precio interno de algunos alimentos incluidos en el IPCX1, que en parte ya se han observado en los últimos meses. Señala el señor Gerente que la información más reciente indica que se producirían incrementos importantes en el precio de algunos alimentos relacionados con el trigo, pudiendo ser mayor que lo considerado en la proyección de corto plazo. En tercer lugar, el escenario base considera que en agosto la inflación IPC tendrá un aumento importante debido a que el Plan Transantiago comenzaría a cobrar los transbordos entre buses.

24



Comenta el señor Gerente de Análisis Macroeconómico, que a mediano plazo también se identifican riesgos importantes sobre la inflación y la actividad. Por un lado, llama la atención la divergencia en el crecimiento de las medidas de salarios, el costo de la mano de obra total disminuyendo, el índice de remuneraciones por hora aumentando y el de la Asociación Chilena de Seguridad relativamente elevado. Indica, que esto abre una alerta respecto de las posibles presiones de costos. Asimismo, la composición de la inflación entre transables y no transables, alternativamente la de bienes y servicios, también apunta hacia riesgos al alza para la inflación. Por otro lado, señala que los anuncios de la autoridad fiscal, en especial los que apuntan a incentivar la inversión, pueden tener un efecto relevante sobre la demanda agregada. A lo anterior se suman las implicancias de mediano plazo que tendría un escenario con mayor precio del petróleo. Lo anterior, tanto por los efectos de segunda vuelta que pueda tener en el resto de los precios, como por sus implicancias sobre algunos que se encuentran regulados.

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

El Consejero señor Marfán, respecto a los costos laborales, señala que entiende que, a nivel total de las cifras, el crecimiento durante este mismo período sería algo menor en las nuevas cuentas que en las antiguas. Agrega que como el crecimiento del empleo es el mismo, el crecimiento de los precios también, el crecimiento de la productividad debió haber sido más bajo y por tanto los costos laborales unitarios más altos.

El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, indica que tiene algunas dudas respecto a estas cifras, pero adicionalmente señala que como estos datos están a costos de factores, entonces puede haber una mayor productividad en las cuentas nuevas que en las antiguas.

En cuanto a mercados financieros el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Igal Magendzo, señala que las colocaciones a personas se mantienen estables en variaciones en doce meses creciendo 19%. Por su parte, las colocaciones a empresas continúan con variaciones mayores en doce meses y tienen una reaceleración en término de velocidades, que se explica más que nada por colocaciones de comercio exterior, que resultan bastante volátiles.

El Consejero señor Enrique Marshall indica que los créditos que se reportan como comercio exterior, en realidad son créditos a las empresas chilenas. En consecuencia, cualquier exportador pide como capital de trabajo un crédito que se materializa en moneda extranjera y queda registrado bajo el rubro comercio exterior, pero no es en realidad un crédito que se le esté otorgando a un extranjero que esté adquiriendo algo en Chile. Agrega que lo anterior constituye capital de trabajo.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco, en relación con la demanda agregada señala que se está observando un bajo consumo y por lo tanto, es importante recordar lo que ha pasado en meses anteriores en que se han tenido buenos indicadores de consumo, pero también un buen crecimiento de las importaciones de consumo y la demanda por estos bienes producidos en Chile se ha mantenido estable a la baja.

24



El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Magendzo, señala que en la evaluación que se ha efectuado, se ha podido apreciar que esta situación no se ha profundizado, pero tampoco se ha recuperado, lo que está en línea con lo previsto en el escenario base del IPoM.

El Consejero señor Manuel Marfán, sobre la misma materia, hace presente que no le hace sentido la información que se está entregando. Lo anterior, porque este fenómeno se había observado el año anterior y fue una de las razones que se dieron para explicar el menor crecimiento, que consiste en la mayor competitividad de China, aumento de importaciones y que el componente nacional del consumo era más débil y eso afectaba, principalmente, la industria manufacturera. Agrega, que se había señalado también en nuestro escenario central que esto no iba a seguir ocurriendo, y que se iba a mantener la tendencia más bien histórica. Señala que ahora la información con que se cuenta es que las importaciones de consumo siguen dinámicas, la industria manufacturera creció menos de lo esperado y que el IMACEC había sido algo inferior, en consideración a lo que estaba pasando en la industria manufacturera principalmente, pero que este fenómeno no está ocurriendo.

El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, señala que en su opinión los durables no son parte de la historia del *switching*. La dinámica de consumo de corto plazo que estamos viendo no nos aporta información para decir si es que hay más o menos *switching*. El consumo habitual está estable. Lo que sí sabemos es que líneas distintas de la sustitución nos han mostrado bajas mayores, en particular inversión, que está cayendo.

En relación a una consulta del señor Presidente acerca de si los datos sobre las cifras del IPC que se muestran están sobre la base 1996 ó 2003, el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Igal Magendzo, señala que todos los datos están en base año 1996, excepto en aquellos casos en que no se cuenta con deflatores en dicha base.

El señor Ministro de Hacienda, con respecto al mismo punto, consulta de qué manera se hacen las Cuentas Nacionales, y si no habría sido posible mantener por algún tiempo, sólo para el uso interno, los indicadores en distintas bases.

El Gerente de Información e Investigación Estadística señor Ricardo Vicuña, señala que esa labor no se pudo realizar, ya que no solamente los ponderadores están cambiando, sino que también los indicadores en distintas bases. En consecuencia, habría que haber realizado un ejercicio en duplicado. Agrega, que en la práctica estos empalmes no se realizan en ninguna parte. Sobre el mismo tema, el Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés menciona que las cuentas son más que una recopilación estadística, que tiene una etapa de procesamiento reflexivo y que resulta oneroso.

24



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Consejero señor Manuel Marfán señala que desea hacer dos sugerencias metodológicas, respecto del cambio de la base estadística 1996. La primera de ellas, es que al analizar series de PIB y aprovechando que se está cambiando la base, por qué razón no se ven estas series a costos de factores. Agrega, que conoce que si se observan por el lado del gasto resulta más complicado, pero al menos la brecha está mucho más vinculada al producto interno bruto a costo de factores, que a precio de mercado; ésto para que no se presente el mismo problema que ocurrió para el cambio anterior de base. Señala el señor Consejero que lo segundo que quiere mencionar, es que tiene la impresión que estas series que se desestacionalizan, y aquéllas en que se trata de obtener la velocidad son menos confiables los datos extremos que los obtenidos en el mes de enero de este año. En consecuencia, consulta por qué no utilizar la proyección que se tiene 6 meses hacia futuro y que se hace sin considerar la información en ese sentido.

El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, señala que los costos de factores es un tema que se puede discutir más adelante, tal vez en el marco de política monetaria cuando estemos nuevamente sopesando los modelos, si es que la curva *Phillips* es distinta, que es ahí donde sería más conveniente. Sin embargo, agrega que tiene la duda si existe una variable diferente a la que observa el mercado.

El Consejero señor Manuel Marfán, señala que en la Reunión de Política Monetaria anterior se presentaron estimaciones adicionales, además de inflaciones subyacentes y todas ellas mostraban que estaban aumentando. Señala que la pregunta que efectuó era similar a lo que está preguntando el señor Vicepresidente en esta oportunidad. Piensa que lo que pasa es que a lo mejor se está midiendo lo mismo con distintos indicadores.

El Ministro de Hacienda señor Velasco, señala que él plantea algo similar a lo expuesto por el Consejero señor Marfán. Agrega que lo que importa y que debiera ser un motivo de reacción de la política monetaria, es un *shock* inflacionario, donde éste es persistente y uno quiere actuar en la dirección opuesta. Si hay un *shock* transitorio que afecta una variable donde la ecuación indiferencia tiene más persistencia, no resulta para nada obvio que uno pueda usar la política monetaria para aplanar ese fenómeno, porque tiene que ver solamente con la evolución endógena y no con la persistencia del *shock*.

El Gerente de División Estudios señor Valdés señala que quiere volver al tema planteado por el señor Ministro de Hacienda y por el Consejero señor Marfán. Le parece que si lo que importa es la persistencia del *shock*, cree que lo relevante es la persistencia de la serie. Esto es, la inflación va a ser 0,5 en una serie y 0,5 por la otra, por lo tanto no importa demasiado si una serie es más persistente, por la razón que sea, a otras.

El señor Ministro de Hacienda está en desacuerdo con lo señalado por el Gerente de División señor Valdés, porque se está hablando de una inflación no instantánea, sino a un cierto plazo. Por ejemplo, hubo un *shock* transitorio y sabemos que dado los parámetros de diferencia eso se va a deshacer en 12 meses y aquí estamos haciendo *target* en inflación en un horizonte mayor que 12 meses. En consecuencia, se pregunta por qué tendría que reaccionar con la política monetaria a un *shock* que se sabe que es transitorio y que se va a deshacer automáticamente en ese plazo, atendidas las características dinámicas de esa inflación.



El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, señala que quiere efectuar un breve resumen, de los antecedentes que se han entregado para esta reunión. Agrega que los datos duros, básicamente en línea con el escenario central, no nos permiten indicar que el escenario central esté equivocado y que haya que cambiarlo, lo mismo que las proyecciones que también son bastante coherentes con ese escenario. Agrega que existen pequeños riesgos; hablamos de actividad, de inflación, pero en términos de actividad e inflación de corto plazo, no se cuenta con suficientes antecedentes para decir que hay riesgos suficientes para cambiar esas proyecciones. Sin embargo, existen una serie de riesgos que el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Magendzo fue identificando durante su presentación, que nos hacen estar poco sesgados en el balance de riesgos que se presenta hoy y ello, básicamente, tiene que ver con salarios, que en algunos indicadores pudieran mostrar cierta menor holgura. Tiene que ver también con esta composición de transables y no transables y con lo que está pasando con algunos precios internacionales que podrían producir cierto impacto en el futuro. Cree que se trata de riesgos insesgados.

El Vicepresidente señor De Gregorio señala que le parece bien la evaluación que ha efectuado el Gerente de División Estudios, más allá de los riesgos externos. Sin embargo, menciona que tiene entendido que de los tres aspectos que mencionó dicho Gerente, el tema del trigo sería menos riesgoso que lo que uno pudiera prever, observando los precios de los *commodities* y del pan.

El Gerente de División señor Valdés, señala que agregaría que en el caso de los precios externos cree que fue una alerta, pero los que nos llevó a reflexionar sobre esto fue el anuncio que sobre el particular hizo Argentina, que no le parece tan relevante como que los precios internacionales de estos mismos bienes han estado subiendo y no lo teníamos considerado suficientemente en el análisis. Menciona que con respecto al riesgo de los salarios cree que ello es efectivo, más allá de la razón de cierta discrepancia que puede ser medición de los datos que tenemos, tanto de la Asociación de Seguridad, como en los datos del Índice de Remuneraciones por Hora.

El señor Ministro de Hacienda señala que quiere agregar algo sobre el tema de la inflación y riesgo, y que consiste en lo siguiente. En esta reunión el escenario central inflacionario prácticamente no ha variado. Señala que de los cuadros que se han mostrado existen leves diferencias respecto al escenario que contemplaba bajas adicionales de tasas. Agrega que ahora se está hablando de riesgos al alza. Podríamos discutir qué tan importantes son estos riesgos, hemos discutido sobre el particular y quizás tengamos una discusión nuevamente. Señala que quiere hacer un ejercicio mental que consiste en cómo estaríamos razonando si la situación se invirtiera, si el escenario central contemplara una cantidad no despreciable de meses, una inflación que en todas sus medidas esté por encima del 3% y, se dijera que el escenario base nos muestra que estamos en *overshooting* de modo significativo y que hay algún riesgo en vías de que el *overshooting* no sea tan grande y converjamos a 3%. Le parece que en ese escenario se estaría hablando de alzas en la tasa de política monetaria con bastante entusiasmo, porque sería un escenario en el cual la credibilidad del Banco Central de Chile estaría sobre la mesa y los analistas estarían criticando. Señala que se está en un escenario que es absolutamente simétrico, y que técnicamente estamos por debajo. En consecuencia, cree que quizás es importante preguntarse o recordar cuál es el grado de simetría con el cual uno quiere actuar, que hasta ahora por su conocimiento de la política de este Instituto Emisor, es de actuar de modo simétrico hacia arriba o por debajo del 3%.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 105  
Política Monetaria  
15.03.2007 15.-

El Presidente señor Corbo recuerda también que se estuvo un año cerca del 4%, pero estábamos concientes que eso debía bajar, y reaccionamos tranquilamente cuando los analistas nos criticaron por ello.

El Gerente señor Valdés señala que él llevaría el escenario simétrico un poco al extremo y decir que sí, pero en este caso la tasa ya estaría en 8%, agrega que está pensando en la tasa neutral de 6,5%, por lo tanto, está haciendo la suma de expansividad a una contra actividad. Menciona que hace dos días el Fisco anunció un paquete de medidas porque está preocupado de una debilidad, en consecuencia, la pregunta sería si subiríamos la tasa dos días después del anuncio o no.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que tiene la impresión que lo que nos ha señalado el señor Ministro de Hacienda, es que en realidad, con respecto al paquete de medidas que anunció, éstas no son de un orden considerable, lo cual tampoco lo desmerece. Agrega el señor Consejero que tiene la impresión que éste tiene una serie de beneficios que son claramente políticos, por la forma que se adoptan las decisiones al interior de un Gobierno. Evidentemente el hecho que se encuentren aprobados por la Presidente le da mucho más viabilidad. Sin embargo, no puede pensarse que se trata de un paquete que va a cambiar el escenario macro central, pero no lo sobredimensionaría en sus efectos.

El Vicepresidente señor José De Gregorio, señala que quiere hacer alguna referencia a un tema que va a ser parte de la discusión de la tarde, que consiste en los comentarios que se escuchan de que hay que tener mucho cuidado con el escenario externo y los riesgos, porque cuando se caen las bolsas la respuesta de política monetaria es de liberar y no de contraer.

El Presidente, señor Vittorio Corbo, suspende la Sesión a las 14.30 horas e informa que la misma se reanuda a las 16:00 horas.

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 105.

El Presidente señor Vittorio Corbo señala que en la reunión de la mañana hizo presente que no se ha podido fijar una fecha definitiva de la Reunión de Política Monetaria para el mes de septiembre, por los motivos que señaló en esa oportunidad. Agrega el señor Presidente que las fechas alternativas que ha propuesto al señor Presidente del Senado son los días 6 ó 13 de septiembre y que se confirmará en su oportunidad.

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

El señor Gerente de División mencionado informa que en la reunión de política monetaria de febrero, el Consejo decidió mantener la tasa de interés de política monetaria en 5% anual, luego de un recorte de 25 puntos base en enero. En la decisión se consideró, entre otros elementos, que la actividad interna había recobrado cierto dinamismo durante el cuarto trimestre del año pasado, en línea con lo previsto. Agrega el Gerente de División Estudios señor Valdés, que en el último *IPOM* y que, aunque la inflación total evolucionaba de acuerdo con lo proyectado, las medidas subyacentes habían aumentado algo más que lo previsto. Las principales novedades del mes anterior apuntaban a mayores riesgos de que la inflación se ubicara por encima de lo contemplado en el escenario base. Si bien el comunicado no incluyó ningún sesgo para la política monetaria, la lectura que el mercado hizo de la minuta publicada posteriormente dio cuenta de un sesgo a la baja para la Tasa de Política Monetaria.

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

- En el lado externo, el escenario continúa favorable, aunque con volatilidad y correcciones de precios relevantes en los mercados financieros, con caídas de aquéllos de mayor riesgo. En particular, las bolsas tuvieron importantes ajustes a la baja, mientras las tasas de interés de largo plazo en países desarrollados disminuyeron, en especial en Estados Unidos de América. En Chile, los efectos de estas correcciones fueron acotados.
- Menciona el señor Valdés, que existe más preocupación por los efectos de la situación inmobiliaria en Estados Unidos de América, particularmente por la exposición crediticia en el sector. En Europa y Japón los indicadores de actividad son positivos. Los mercados han vuelto a esperar un par de recortes de parte de la *Fed* durante este año, aunque gobernadores de dicho organismo han indicado recientemente que el mayor riesgo percibido por ellos es el de mayores presiones inflacionarias. En Europa y Japón se mantienen las expectativas de aumento de tasas.
- Agrega el señor Gerente de División mencionado, que el precio del cobre muestra mayor volatilidad, con aumentos de cerca de 40 centavos de dólar durante el mes hasta US\$ 2,8 por libra, y ubicándose bastante por encima del valor proyectado en el escenario central. Por su parte, el precio del petróleo aumentó poco más de un dólar y está cerca de US\$ 60 por barril en lo más reciente, algo por encima del valor proyectado en el escenario central.
- Señala que, internamente las principales novedades financieras fueron la reacceleración de los agregados monetarios y de crédito a empresas, que ya se expandían a tasas elevadas, por encima de lo que se podría esperar, considerando la reducción de la tasa del mes de enero. Con volatilidad durante el mes, la parte corta de la curva de rendimiento le asigna una probabilidad algo mayor que 50% a un recorte de la Tasa de Política Monetaria en el corto plazo, mientras que una mayoría relativa de analistas espera una mantención en esta oportunidad. El tipo de cambio nominal tuvo una leve apreciación desde la Reunión de Política Monetaria anterior, en términos tanto bilaterales como multilaterales.
- Hace presente el Gerente de División Estudios, que el IMACEC de enero, en base antigua, estuvo solo marginalmente por debajo de lo proyectado. El escenario de actividad para 2007Q1, se corrige a la baja por la inclusión de nuevas ponderaciones al interior de algunos sectores. El cierre del año 2006 con CdR2003 no tuvo novedades significativas respecto del PIB. Sí éste muestra una dinámica más suave de la demanda interna, en parte por una acumulación de inventarios más moderada. El IMACEC de enero en base 2003 creció 0,7% más que en base 1996.



- También señala el señor Valdés, que el Ejecutivo anunció una serie de medidas para apuntalar la inversión y el crecimiento.
- Asimismo, la variación del IPC y de las medidas subyacentes de inflación estuvo en línea con lo proyectado el mes pasado. Las proyecciones para los próximos meses se corrigen marginalmente al alza para el IPCX1 y a la baja para el IPC, esto último reflejo del ajuste por una sola vez en febrero y marzo, derivado del inicio del Plan Transantiago. Por otra parte, las medidas de tendencia alternativas tuvieron comportamientos mixtos.
- Indica, que el desempleo se mantuvo estable y la creación de empleos volvió a moderarse. Los CMO siguen contenidos, pero la tasa de crecimiento de los IREM sigue aumentando, lo que impone una nota de cautela.
- Las expectativas de inflación de mediano y de largo plazo, a más de dos años, se ubican cerca de 3%. Agrega, que dependiendo del indicador, las expectativas a dos años se ubican en 3% o levemente bajo esa cifra.

Menciona el señor Valdés que con los antecedentes disponibles, las opciones más plausibles para esta reunión son disminuir la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base, o mantenerla en su nivel actual.

El principal argumento para disminuir la Tasa de Política Monetaria hoy, al igual que el mes anterior, es el escenario central de proyecciones considerado en el último Informe de Política Monetaria. Indica que ese escenario incluye como elemento central una inflación reducida y una brecha positiva de actividad en los próximos trimestres. Como se ha analizado otras veces, una menor Tasa de Política Monetaria permite adelantar el cierre de brechas de inflación y actividad. Hace presente que como se comunicó en la Minuta de la última Reunión de Política Monetaria, el escenario base de enero contemplaba una rebaja de la Tasa mayor a 25 puntos base.

Las cifras de inflación subyacente y actividad conocidas este mes son coherentes con el escenario central, situación que contrasta con las noticias de precios observadas en la reunión anterior, que eran algo mayores. Si bien es solo un mes de información, esto fortalece la validez del escenario central, lo que podría justificar recortar la Tasa de Política Monetaria. Las proyecciones de corto plazo también pueden interpretarse como coherentes con el escenario central. En efecto, se proyecta para los próximos meses una inflación anual IPCX1 marginalmente mayor que la del mes pasado, y casi medio punto más que respecto del Informe de Política Monetaria; la del IPC se ubica por debajo, aunque por el efecto por una sola vez de la implementación del Plan Transantiago sobre el nivel de precios. Por su parte, el crecimiento de la actividad este trimestre sería algo menor que el proyectado previamente.

Señala el Gerente de División Estudios, que así como las novedades de inflación y actividad del mes son insuficientes para modificar el escenario central, más bien lo validan, existen algunos factores de riesgo que apuntan a que la inflación podría exceder la considerada en este escenario, tanto en el corto como en el mediano plazo. Las principales novedades son: (i) el nuevo aumento de la tasa de crecimiento de los IREM, por sobre los CMO, y el nivel de la tasa de crecimiento de los salarios que mide la Asociación Chilena de Seguridad, que son coherentes con holguras menores que las consideradas en el escenario base; (ii) la reaceleración del dinero y del crédito a empresas; (iii) la composición de la inflación entre inflación de bienes, alternativamente transables, reducida y de servicios alternativamente no transables más elevada; y (iv) las presiones de costos por un mayor precio internacional de





BANCO CENTRAL DE CHILE

algunos alimentos, como por ejemplo el trigo. Adicionalmente, cabe señalar que las expectativas de inflación de corto plazo del mercado financiero y de analistas son superiores a las consideradas en el escenario central. Indica el señor Valdés, que en la medida que se estimen relevantes, estos riesgos podrían justificar mantener la Tasa de Política Monetaria para esperar a tener más antecedentes, antes de decidir. En todo caso, menciona que dado el panorama de inflación acotada para el corto plazo, existe espacio para que alguno de estos riesgos se materialice sin necesariamente implicar un desvío sustancial respecto de la meta.

Además de estos riesgos, hay dos novedades en el mes a partir de las cuales podría argumentarse a favor de la mantención de la Tasa de Política Monetaria en esta oportunidad. La primera, es la volatilidad que han mostrado los mercados internacionales, lo que ha reaparecido en el último par de días luego de una semana de mayor calma. Agrega el señor Valdés, que durante un período de turbulencia, a menos que haya bajas de tasas de interés más generalizadas, podría justificarse mantener la Tasa de Política Monetaria por un argumento de cautela. De hecho, si bien es probable que un episodio de turbulencia como el actual termine siendo deflacionario, no se puede descartar lo contrario. La segunda, es el anuncio de medidas pro inversión realizadas por el Ejecutivo el 13 de marzo pasado. Esos anuncios deberían favorecer un escenario de mayor demanda interna y crecimiento, y, a pesar de la expansión de la inversión que producen, también conllevarían menores holguras. Indica el señor Gerente de División, que evaluar sus consecuencias precisas tomará algún tiempo, ya que en parte dependen de cómo sean percibidas por el sector privado.

Como consecuencia, señala el señor Gerente de División que más allá de los elementos anteriores de estrategia y riesgos, hay aspectos desde el punto de vista de la implementación y comunicación de la política monetaria a considerar y, que son en la reunión de hoy más complejos que lo habitual. Indica que las expectativas están divididas, con una mayoría relativa de operadores de mercado esperando una rebaja y lo contrario, en algunas encuestas de analistas. Esta situación se generó principalmente a partir de la divulgación de la Minuta de la última Reunión de Política Monetaria. Con anterioridad a ello, las expectativas eran de mantención, mientras las novedades detrás de las cifras económicas no han sido suficientemente importantes como para determinar una acción evidente. Agrega que en este cuadro, se puede justificar una rebaja en esta reunión, si se estima apropiado validar la lectura de la Minuta mencionada, y así reafirmarla como guía de decisiones posteriores. Por el contrario, si se estima que hubo una lectura equivocada de la referida Minuta por parte del mercado, por un exceso de compromiso por parte del Banco Central de Chile con reducciones futuras de la Tasa de Política Monetaria, especialmente dado el sesgo neutral que tenía el *IPOM*, el argumento pierde fuerza.

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

Señala el Gerente de Investigación Económica señor Klaus Schmidt-Hebbel, que quiere recordar que las pequeñas y moderadas novedades que se recogieron en la Minuta de antecedentes de la Reunión de Política Monetaria en el mes de febrero pasado apuntaban predominantemente en una dirección, otorgando una mayor probabilidad en comparación con la que se presentaba el Informe de Política Monetaria, a un escenario alternativo más expansivo reflejado en la brecha de empleo y de producto más elevada, más atractiva, más positiva y de mayor producción inflacionaria en el corto y mediano plazo. Indica el señor Schmidt-Hebbel, que en esta oportunidad se puede recopilar algo similar, los riesgos inflacionarios como se han destacado recién se han acentuado algo más por encima de lo detectado ya en el mes de febrero. Destaca esta conclusión, para analizar la diferencia



correspondiente de dos meses seguidos de novedades adicionales de signo inflacionario, que llevan a una acumulación de desvíos que elevan la probabilidad asociada a un escenario alternativo más inflacionario que la probabilidad prevista en el correspondiente Informe de enero. Agrega que durante este mes se produjeron significativas novedades en el entorno internacional. Los primeros momentos de variables claves para la economía chilena, especialmente el crecimiento mundial y de socios comerciales, ítem intercambios, mejoran desde modesta hasta notablemente, con efectos positivos para el gasto y la actividad futura. Las mayores presiones inflacionarias que pueden verse parcialmente compensadas por la endógena decisión cambiaria derivada de dicha mejoría externa son por otra parte intensificadas por el aumento verificado en el precio del petróleo. Los futuros de precio, que se discutió en la mañana, aumentaron en US\$ 4 o en un 7% entre la reunión pasada y los últimos días.

Menciona el Gerente de Investigación Económica, que estos cambios pueden ser asimétricos de los riesgos de la actividad mundial, producto de las turbulencias financieras en los mercados emergentes y en los mercados de crédito de vivienda en Estados Unidos de América, que se observan durante este último mes.

Agrega que la implicancia con las variables macro y financieras, especialmente con la política monetaria en Chile son más inciertas y, pueden ser de signos opuestos como se ha señalado en la reunión de la mañana. Comenta que por una parte una intensificación de la incertidumbre internacional puede llevar la depreciación del peso llevando menos presión inflacionaria. Por otro lado, una recesión internacional podría debilitar la economía chilena y produciría menores tasas de interés internacionales, motivando por partida doble una reducción de tasas en Chile. Finalmente señala, que la última novedad internacional del mes fue la intensificación de la disonancia cognitiva entre los mercados de bonos de Estados Unidos de América que predicen una baja de tasas y las posiciones aparentemente mayoritarias de miembros del OIC de la Reserva Federal de Estados Unidos de América, que están preocupados fundamentalmente de riesgos inflacionarios en dicho país.

Por otro lado, indica el señor Schmidt-Hebbel que en el plano interno dominan fuertemente las novedades con implicancias inflacionarias en Chile, se verifican sorpresas en el IREM, algo en los precios de los combustibles, la notoria debilidad de los agregados monetarios, las proyecciones de corto plazo IPCX1 que no es afectado por el efecto Transantiago, se han corregido hacia arriba en 3,4 décimas en doce meses para el período abril-mayo-junio, en comparación con las del Informe de Política Monetaria de enero. Agrega que lo anterior no resulta trivial y marginalmente también se han corregido en comparación con febrero. Señala que, por primera vez está el mes de agosto metido en las proyecciones de corto plazo y se proyecta un salto a 2,7% en el IPCX1 en doce meses.

Indica que la notable propuesta del Fisco, aunque modesto en su impacto en el gasto agregado al crecimiento, producirá efectos desde ahora y hasta el horizonte de política monetaria a dos años plazo, influyendo también en algo en las presiones inflacionarias.

Señala también que podrían no concretarse las presiones inflacionarias previstas en el escenario base del *IPoM*, por caída de tarifas del Plan Transantiago durante el año 2008, por no reducirse los precios de los combustibles previsto en el escenario base y decidirse un aumento en los márgenes de los operadores, manteniendo las tarifas inalteradas. En resumen, concluye el Gerente de Investigación Económica señor Klaus Schmidt-Hebbel, que por segundo mes consecutivo se observa un escenario con novedades predominantemente moderadas para el corto y largo plazo, lo que justificaría, en su opinión, la mantención de la tasa en su nivel actual.



El Gerente de División Política Financiera señor Pablo García, señala que está de acuerdo con lo señalado por la Gerencia de División Estudios, en el sentido que las dos opciones más plausibles son mantener la Tasa de Política Monetaria o bajarla en 25 puntos base. En esta ocasión, la decisión de política es particularmente difícil, puesto que los costos asociados a una u otra decisión son cualitativamente distintos y de cuantificación compleja.

Agrega, que en primer lugar el costo de reducir la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base se vincula principalmente a eventuales riesgos de carácter económico, respecto de la marcha de la inflación en los próximos meses. Es decir, se trata de riesgos de que el escenario de inflación que se materialice en los próximos trimestres difiera marcadamente de las perspectivas contempladas en esta reunión, y que a grandes rasgos mantienen el contorno de las proyecciones señaladas en el Informe de Política Monetaria. Agrega el señor García, que cree que respecto a este punto preciso, estos riesgos son mayores que los de eventualmente exponer a la economía a mayores turbulencias financieras, que le parece bastante improbable dada la solidez de las cuentas externas y financieras de la economía y lo reducido de una eventual reducción de 25 puntos base.

Menciona que en segundo lugar, el costo de mantener la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base, sin un sesgo evidente para próximas decisiones, se asocia principalmente a riesgos de carácter comunicacional. Ello, por cuanto pareciera que el efecto que tuvo la divulgación en la Minuta del mes de febrero, de que las proyecciones del Informe de Política Monetaria tenían implícito reducciones mayores que 25 puntos base sobre las expectativas privadas fue sustancial, de hecho la primera vez que se ve un impacto de tal magnitud en expectativas privadas producto de la referida Minuta. Agrega que no es obvio evaluar que el mercado sobrerreaccionó, por cuanto la divulgación de Minutas con mayor antelación ha sido parte central de la estrategia de metas de inflación y ha sido promovida por el Banco. Comenta que se ha tendido a incentivar a los medios y analistas a que las vean con mayor detalle. Por ejemplo, que la reducción de la Tasa de Política Monetaria en el mes enero podría haber sido anticipada por un analista sagaz que hubiese leído con cuidado las Minutas del mes de septiembre en adelante.

Señala el señor Gerente de División Política Financiera, que es por ello que en esta ocasión la discusión de si seguir o no al mercado debe ser evaluada con cuidado, puesto que las expectativas han sido informadas no solo a partir de una lectura y análisis de los datos sino que mediante opiniones en un documento formal del Consejo.

Finalmente indica el señor García que la evaluación de los costos de ambas decisiones no es fácil, pero estima que dado lo reducido del movimiento de tasas eventualmente contemplado y la similitud del escenario de inflación actual con el del Informe de Política Monetaria, los riesgos de la segunda opción puede que superen los riesgos de la primera. Asimismo, señala que para acotar los riesgos comunicacionales de una mantención de tasa, cree que lo conveniente es enfatizar en el comunicado la importancia que se le asigna a los riesgos de mayor inflación o a la incidencia de las medidas de política fiscal anunciadas recientemente.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Esteban Jadresic, señala que comparte el juicio que las opciones relevantes en esta reunión son bajar o mantener la Tasa de Política Monetaria y asimismo, que la decisión básicamente debe tomarse en la línea recomendada por la Gerencia de División Estudios, sobre la base de estimar el grado en que se cree que el escenario central proyectado en el último *IPoM* sigue siendo válido o si uno



## BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 105  
Política Monetaria  
15.03.2007 21.-

pondera relativamente más el riesgo al alza de la inflación y por ello, prefiere esperar más para validar dicho escenario central. Señala que la evaluación de esto no le parece nada de fácil, porque por una parte los datos del último mes no sólo son coherentes con el escenario central sino que de hecho tienden a validarlo, en particular cuando se elaboraron los datos del IPCX1, que estuvieron en línea con lo esperado, sin que hubiera una nueva sorpresa inflacionaria, y de hecho volvió una reversión. Indica que la evaluación actual es que la actividad durante el primer trimestre estaría por debajo de lo proyectado previamente en el margen.

Sin embargo, por otro lado, hay noticias que incrementan los riesgos de una inflación mayor que la proyectada y uno podría hacer todo un barrido de riesgos, pero son dos los que realmente destacan que son menos ambiguos y de una significancia que puede ser mayor. Agrega que el primero que llama la atención, es el incremento en el Índice de Remuneraciones si bien el costo de la mano de obra sigue creciendo por debajo del estado estacionario del 6% y el índice señalado tampoco supera dicho nivel, lo que constituye una señal que hay que tomar en cuenta y que requiere una explicación más profunda. En segundo lugar, menciona el efecto del plan para fortalecer la inversión en el crecimiento, porque puede contribuir a acelerar la inversión como también por el efecto expectativas que pueda generar y que incrementa el riesgo que el cierre de brechas sea más rápido.

Señala que hay que considerar además otros dos riesgos que van en dirección opuesta, que a su juicio los compensan. En primer lugar, al riesgo que las proyecciones de inflación del mercado estén sesgadas hacia arriba respecto del *IPoM*. Lo que el mercado está opinando hoy día es que en realidad la inflación va a ser más baja que lo que se planteó en el *IPoM* debajo de la meta del 3% para el segundo año.

Es interesante que en el caso del mercado y de los operadores esto se observe incluso después que el mercado ha internalizado con alta probabilidad una baja adicional en la tasa de política monetaria. Cree que no hay que exagerar la capacidad predictiva del mercado respecto de la inflación, pero de todas maneras es un elemento de juicio relevante para ponderar dónde están los riesgos relativos de las proyecciones que se han hecho internamente. El segundo riesgo que le parece importante considerar es que es altamente probable que hacia mediados de año se tenga reacciones anuales de IPC significativamente por debajo de la meta, en torno a 1% anual. Al igual que en el pasado, inflaciones fuera del rango meta incrementan el riesgo sobre la credibilidad en el rango meta. Señala que no le parece necesario reaccionar a estos riesgos que está mencionando y por ello bajar la Tasa de Política Monetaria, pero sí le parece que estos riesgos son dignos de ser considerados como los otros que se han mencionado. En este contexto, recomienda bajar la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base para acercarla a ese escenario central del *IPoM*, con el agregado que puede ser conveniente comunicar y mantener un sesgo neutral respecto a futuros movimientos.

El Gerente de Mercados Financieros Nacionales señor Beltrán De Ramón, señala que la decisión de esta reunión resulta difícil y bastante menos clara que la de la reunión del mes de enero. Agrega que desde enero a la fecha ha habido noticias en materia de inflación. El IPC ha sido más alto de lo esperado, pero su efecto se anuló por la puesta en marcha del Plan Transantiago. Por otra parte, el IPCX1 ha subido 0,9% en los últimos tres meses y las proyecciones del Banco Central de Chile también recogen un leve aumento del IPC, IPCX y el IPCX1.



Menciona que desde enero a la fecha se han empezado a presentar nuevos riesgos en materia inflacionaria. El IPC de los no transables y el de los servicios se encuentran en rangos de 5% anualizado, y se sabe que esa inflación es más difícil de bajar. Señala que existen algunas presiones por el lado de los costos, aunque hasta ahora son moderadas. Las medias podadas se han ido incrementando desde fines del año pasado, aunque en este último mes han cerrado mixtas. Por su parte, el precio del petróleo se presenta más alto que lo estimado en el Informe de Política Monetaria. Asimismo, consigna que existe un aumento importante de los agregados monetarios.

En cuanto a las expectativas de inflación, señala el señor De Ramón que a 12 y 24 meses se mantienen en el rango del 2%, o entre 2% y 3%, si se considera el mercado. Por otra parte, las expectativas del Banco Central de Chile es aproximadamente de 2% para los próximos 12 meses, marzo 2007 - febrero 2008, y en julio se estará en 0,9%, lo que será una situación difícil de explicar. Las expectativas del mercado para los próximos 12 meses es de 2,45%, 45 puntos base más alta que las del Banco Central de Chile. Sin embargo, estima que está influida por una toma de posición de activos en UF, como una sobre-reacción, habitual de los fondos mutuos y bancos, por la sorpresa acumulada del IPC de 0,4% y las expectativas de un IPC de marzo, estacionalmente alto de 0,5% a 0,6%. Señala que en su opinión, en los próximos meses, esta inflación a un año se debiera corregir a niveles cercanos al 2% o incluso más abajo, para subir a niveles cercanos al 3%.

Se pregunta el Gerente señor De Ramón, qué puede pasar con la inflación si todos los riesgos de mayor inflación se materializan, coincidentes con un cierre de brechas más rápido que lo esperado. Afirma que dado que se está en rangos de 2% para adelante, se podría subir a 2,5%, 3% ó 3,3%.

Agrega el señor De Ramón que en esta situación, si se baja la tasa y la decisión no era la correcta, el costo es menor y se puede revertir a fines de año.

Se pregunta también qué podría ocurrir si la actividad estuviera algunos meses más floja y que los riesgos inflacionarios se disipen. Si bien a este escenario le concede menos probabilidad que al anterior, en caso de presentarse sería un escenario de inflación extremadamente bajo. Indica que en este caso, la decisión de bajar la tasa varios meses antes hubiera sido la correcta, y sería aplaudida posteriormente.

Por otro lado, en atención a los escenarios de riesgo y sus implicancias a futuro, y siendo coherentes con el escenario del *IPoM*, estima que la mejor decisión es bajar la tasa de política monetaria en esta reunión y no esperar un mes más. Sin embargo, estima que si se diera el escenario donde los riesgos inflacionarios se materialicen, no es descartable que a fines de año se tenga que ser más proactivo y el Banco Central de Chile tuviera que mover la tasa al alza.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco señala estar de acuerdo con varios de los comentarios que han planteado los Gerentes, los economistas de la División Estudios y otros economistas del Banco, excepto con una afirmación, que consiste en que no le parece que la decisión que se deba adoptar en esta reunión sea especialmente difícil, a diferencia de muchas otras reuniones en que le ha tocado participar.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Agrega que los argumentos que ha planteado el Gerente de División Política Financiera señor Pablo García en favor de una baja de tasas, le parecen contundentes y se atrevería a decir abrumadores, lo que quiere sustanciar del siguiente modo. En primer lugar el señor Ministro de Hacienda señala que no ha escuchado que se hubiera expresado un matiz de diferencia respecto a esta afirmación y, en consecuencia, se pliega a ese consenso. Señala que el escenario base aún se mantiene y esto tiene dos implicancias conocidas. La primera de ellas es que ese escenario base contemplaba entre 50 y 75 puntos base de reducciones adicionales de los cuales ya se hicieron 25 y por lo tanto, quedarían otras en el camino bajo ese escenario. En segundo término, indica el señor Ministro, que ya no respecto al escenario base, sino que en relación con las proyecciones tanto del Banco Central de Chile como del mercado, la inflación en el rango relevante de 12 y 24 meses se ubica consistentemente por debajo del centro de la meta. Hay matices entre lo que el Banco Central y lo que el mercado esperan, pero incluso si uno toma lo que el mercado espera igual la inflación está por debajo de lo deseable dadas las metas del Banco Central, incluyendo los meses del invierno que viene, en que se estaría por debajo del 1%, lo que aunque tenga justificación técnica va a crear un desafío comunicacional de explicarle al mercado y a la opinión pública.

Señala el señor Ministro que en lo referente a las novedades, se atrevería a decir que son tres. La primera novedad es que los riesgos de un aparente *shock* inflacionario fuese efectivamente un *shock* a la inflación y no a nivel de precios, dado lo que ocurrió en enero, no parece haberse materializado al menos la evidencia preliminar y sugiere que no se materializaron. Como segunda novedad, indica que más allá de todos los bemoles de medición, cambio de base y la incertidumbre que rodea a aquello, los datos contenidos en la Minuta sugieren un primer trimestre más lento y un segundo trimestre también marginalmente más lento.

Y la tercera novedad, a su juicio, es que el escenario internacional se ha vuelto más incierto y cuando dice incierto, no se refiere necesariamente al primer momento de la actividad sino al segundo momento y a la incertidumbre financiera que rodea a este fenómeno ante caídas potenciales o efectivas de los precios de los activos. No afirma que se vayan a materializar, pero si se materializaran, la reacción de política monetaria en el mundo avanzado va a ser hacia una baja de tasas y no hacia un incremento de éstas.

Por último, el señor Ministro de Hacienda señala que espera que el paquete de medidas de estímulo tenga un efecto positivo en la actividad. Agrega que existen una serie de factores limitantes que nos ayudan a dimensionar ese efecto tanto en su tamaño como en *trailer*.

El señor Ministro expresa que en cuanto a los riesgos de la inflación, sí existen algunos temas que hay que mirar con más cuidado, en cuanto a ciertas aparentes discrepancias entre distintas medidas de remuneraciones, por una parte, y distintas medidas de inflación por la otra.

En cuanto a los riesgos de inflación, señala el señor Ministro que adhiere a lo ya dicho por varios miembros del *staff*, en el sentido que si las proyecciones de inflación a distintos horizontes se materializaran, probablemente igual se estaría debajo de la meta y, por lo tanto, estas amenazas parecen ser menores de lo que uno podría suponer.

24



BANCO CENTRAL DE CHILE

Indica también el señor Ministro, que existe un riesgo por el lado de la actividad, asunto que entiende no es una meta del Banco Central, pero ciertamente es algo que uno observa, mide y monitorea. Le parece que si existe un riesgo por las cifras presentadas en esta reunión y también un riesgo por el lado de las expectativas que se han mantenido a la baja, se espera que se reviertan en alguna medida.

Asimismo, el señor Ministro desea manifestar una opinión respecto al tema comunicacional y a la relación de flujos de información con el mercado. Señala que se han planteado inquietudes respecto a cómo leyó el mercado la última Minuta de Política Monetaria del Banco. Le parece que hay situaciones en las cuales se podría tener que usar otras fuentes de información. Cree que el mercado puede haberse formado expectativas con las que en esta reunión se esté de acuerdo, pero está reaccionando a esa información y le parece natural e incluso sano que el mercado se haya movido en la dirección en que lo hizo. Le parece que si no hubiese un recorte de interés en esta reunión, dado el tenor que se va a reflejar en la Minuta que se publique, las expectativas de un recorte en la próxima oportunidad serían aún más fuertes de lo que son ahora y por lo tanto, no le parece tampoco que haya un dilema comunicacional que pueda afectar la decisión de política. Por consiguiente, reitera que en su opinión, hay razones y espacio suficientes para justificar un recorte de 25 puntos base.

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

El Consejero señor Enrique Marshall, agradece al staff el material preparado para esta Reunión de Política Monetaria.

Indica que el escenario central no ha sufrido cambios significativos en el curso del último mes. Sin embargo, han surgido antecedentes a los que debemos prestar atención.

Agrega que en el frente externo, la principal noticia se refiere a los mercados financieros, los que han mostrado una alta volatilidad y ajustes bastante pronunciados, poniendo de manifiesto riesgos que estaban identificados en nuestros análisis previos.

Señala el señor Consejero, que las bolsas han caído en forma generalizada; los premios por riesgo de las economías emergentes han aumentado y sus monedas se han depreciado respecto del dólar.

Hace presente que, como es usual, los bonos de los países desarrollados han servido de refugio a los inversionistas, lo que ha conducido a una baja en sus tasas de rendimiento.

Sin embargo, el escenario no ha cambiado significativamente en materia de actividad real y se mantiene la perspectiva de una desaceleración gradual en los Estados Unidos de América, si bien existe mayor preocupación sobre ello que con anterioridad.

Indica el Consejero señor Marshall, que en todo caso, el panorama sigue siendo bien positivo en otras regiones, como Europa, Japón y Asia. En este contexto, la preocupación por la inflación sigue estando presente en los países desarrollados, lo que se expresa en la orientación de las políticas que persiguen sus autoridades monetarias. Comenta el Consejero señor Marshall que el petróleo y los metales se mantienen en niveles altos, lo que confirma que las perspectivas de crecimiento se mantienen bastante sólidas. Indica el señor Consejero, que

h



**BANCO CENTRAL DE CHILE**

el precio del cobre subió en forma importante en el curso del último mes y el del petróleo se ubicó en niveles algo por arriba de lo que se esperaba. Hace presente que, en todo caso, la trayectoria futura de este último sigue siendo una fuente de incertidumbre.

Agrega que, en el frente interno, el escenario de una recuperación moderada de la actividad y una inflación más bien baja no ha experimentado cambios significativos, pero aumentan los riesgos que la inflación siga una trayectoria por sobre lo previsto. Los agregados monetarios y crediticios siguen mostrando tasas de expansión altas y sus velocidades de expansión han aumentado en lo más reciente y las tasas de interés de las colocaciones se han corregido sólo marginalmente y siguen apoyando una fluida y dinámica actividad bancaria. Asimismo, las tasas de interés de los títulos de BC han tenido ajustes más bien marginales respecto de la última reunión, a diferencia de lo ocurrido en los países desarrollados, donde se han observado bajadas importantes.

Menciona el Consejero, que el tipo de cambio ha mostrado bastante volatilidad en el transcurso del mes, pero se ubica actualmente sólo marginalmente por debajo del nivel observado en la última reunión. La Bolsa ha tenido correcciones a la baja, pero la variación acumulada desde principios de año, a diferencia de lo observado en otras economías emergentes, se mantiene con signo positivo.

Señala el Consejero señor Marshall que en materia de actividad, las estimaciones y proyecciones se han corregido levemente a la baja, pero aún no se tiene un diagnóstico claro sobre la real fuerza del crecimiento en el primer trimestre de este año. También comenta que el IMACEC de enero pasado no entregó señales conclusivas al observarse comportamientos sectoriales algo disímiles.

Por otra parte, indica el señor Consejero señor Marshall, que en el mercado laboral, las tendencias que se venían observando se han moderado. La tasa de crecimiento del empleo asalariado se ha reducido y la tasa de desocupación se ha estabilizado. Así, el cuadro en materia de empleo se muestra más alineado con el de la actividad real, que en meses anteriores.

Los costos laborales han seguido creciendo en forma moderada. Sin embargo, el índice de remuneraciones muestra una tasa de variación con tendencia al alza que pone una nota de cautela sobre la trayectoria futura de los costos laborales. Con todo, señala que sigue existiendo cierta incertidumbre sobre la magnitud de las holguras de capacidad existentes en la economía. Indica que ello sólo se despejará cuando tengamos una evaluación más completa y detallada a la luz de las cifras de actividad, provenientes de la nueva compilación de cuentas nacionales.

Indica el Consejero señor Marshall, que en materia de inflación, el panorama no ha sufrido grandes modificaciones. Las cifras acumuladas en los dos primeros meses del año muestran algo menos de inflación efectiva y algo más de inflación subyacente, todo ello respecto de lo proyectado en nuestro *IPoM* de enero. Los indicadores de tendencia inflacionaria, que venían creciendo, se han estabilizado.

Con todo, indica el señor Consejero, el escenario proyectado para la inflación tiene riesgos que han aumentado en el último tiempo y existen varios elementos que advierten sobre ello, como por ejemplo, la trayectoria del precio del petróleo, la evolución del índice de remuneraciones; y la divergencia entre la inflación de los transables y la de los no transables, que se reproduce también entre servicios y bienes.





BANCO CENTRAL DE CHILE

Agrega el Consejero señor Marshall, que las expectativas de inflación del mercado se han ajustado a la baja para los plazos cortos, pero convergen al 3% para plazos más largos.

Considerando todos estos antecedentes, le parece que la opción más adecuada es mantener la tasa de interés en su actual nivel, toda vez que un movimiento a la baja conlleva riesgos más altos y no parece prudente en medio de la actual turbulencia financiera. En consecuencia, lo más aconsejable, entonces, es esperar la acumulación de nuevos datos sobre la trayectoria de la economía y, en particular, sobre la trayectoria de la inflación.

Comenta el señor Consejero que el *IPoM* de enero sugirió cierta orientación para la política monetaria, pero en los comunicados se ha sido explícito en el sentido que las decisiones futuras quedaban supeditadas a los antecedentes que se fuesen acumulando, lo que sigue siendo válido.

Por otra parte, indica que el mercado está dividido respecto de cuál será la decisión en esta reunión, lo que da cuenta de la complejidad del actual escenario y las incertidumbres prevaletentes. Agrega que la lectura de la Minuta de la última reunión condujo a reforzar la expectativa de una baja. Por cierto, manifiesta que no descarta ningún movimiento futuro de la tasa de política, pero en esta oportunidad se inclina por esperar y entregar una señal al mercado en el sentido que las decisiones siguen supeditadas a los antecedentes que se vayan recibiendo.

Por ello, señala que su voto es por mantener la tasa de política monetaria en 5,0%.

El Consejero señor Manuel Marfán agradece el análisis del staff. Señala que la información acumulada desde la reunión anterior, es insuficiente para modificar el escenario central y por el contrario, como señala la Minuta de Opciones, tiende más bien a validar ese escenario central.

Manifiesta el Consejero que en lo externo destaca tres elementos. En primer lugar, el precio del petróleo algo más elevado que en la reunión anterior, pero aún no lo suficiente como para alterar el escenario central. En segundo lugar, se ha incorporado un riesgo mayor que el que existía a la baja en el crecimiento de los Estados Unidos de América. En tercer lugar, ha habido turbulencias financieras que también apuntan a un mayor riesgo de ajustes en ese mercado. Con excepción del primero de estos tres riesgos, la economía chilena está en una posición particularmente sólida para enfrentar eventuales alejamientos del escenario central en esa dirección. Indica que el menor crecimiento del año 2006, los buenos términos de intercambio y el cuantioso superávit fiscal y de cuenta corriente de la balanza de pagos dan cuenta de esa solidez.

Hace presente el Consejero señor Marfán que en lo interno, los dos aspectos que destaca son, por una parte, los recientes anuncios del Ministro de Hacienda los que no debieran complicar para nada el escenario macroeconómico del mediano plazo, sino por el contrario, apuntan más bien en la dirección de confirmar un refortalecimiento de la inversión. Indica el señor Consejero que quizás el punto más delicado, en lo interno, sea la aceleración del índice de remuneraciones no compartido por el índice de costo de la mano de obra. Señala que aún es temprano para una evaluación de qué está detrás de esa aseveración, pero no puede descartarse que sea el reflejo de una brecha de producto más reducida y se trata de un evento contemplado en nuestro escenario de riesgos. Alternativamente, también puede ser el reflejo



**BANCO CENTRAL DE CHILE**

de los efectos de la nueva ley de subcontratación, que constituiría un efecto por una vez o de algún otro fenómeno transitorio, escenario de riesgo que habrá que monitorear.

El Consejero señor Marfán señala que el escenario central sigue siendo aquél en que la inflación se desaceleraría significativamente en los próximos meses y en el horizonte de política monetaria de 24 meses, la inflación anual se ubicarla por debajo del centro del rango meta. Lo consistente con ese escenario central es una reducción de la tasa de política monetaria. Indica el señor Consejero que los riesgos internos más que los externos, podrían inclinar la decisión de hoy hacia una nueva pausa, pero un análisis más cuidadoso de esos riesgos, tiende a descartar esa posibilidad. Agrega que quiere hacer suyo en su voto los análisis tanto de Esteban Jadresic, Pablo García y Beltrán De Ramón, los que le parecen particularmente acertados. Agrega a esos riesgos, que pausar ahora y se ve el escenario central que por lo demás es el escenario más probable, implicará más reducciones y más volatilidad de la política monetaria hacia futuro y ese es también, a su juicio, un riesgo mayor que habrá que considerar en esta oportunidad.

Por las razones señaladas vota por una reducción de 25 puntos base en la tasa de política monetaria.

El Consejero señor Jorge Desormeaux agradece el valioso apoyo que se ha recibido del staff del Banco para esta reunión.

Comenta el señor Consejero que en la reunión de política monetaria de febrero pasado, el Consejo decidió por unanimidad mantener inalterada la tasa de política monetaria debido al alza que experimentaron algunas medidas de inflación subyacente. A ello se sumaba la percepción de la existencia de mayores riesgos que la inflación se ubicara por encima de lo previsto en el escenario base.

En esta ocasión, la variación del IPC y las medidas subyacentes de inflación estuvieron en línea con lo esperado, aún cuando las proyecciones se corrigieron marginalmente al alza para el IPCX1 y a la baja para el IPC. Paralelamente, los indicadores de actividad han estado levemente por debajo de lo proyectado, situación que se extenderá, aparentemente, al segundo trimestre de este año.

Manifiesta el Consejero señor Desormeaux que se podría concluir, entonces, que los desarrollos en el plano inflacionario y de la actividad son concordantes con el escenario central de proyecciones del *IPOM* de enero y dado que este escenario contempla un estímulo monetario superior al actual, ello podría justificar hoy una reducción de la tasa de política monetaria.

Sin embargo, el informe de la Gerencia de División Estudios reconoce que si bien el escenario central sigue vigente, los riesgos que la inflación se ubique por encima de lo proyectado han crecido en relación al mes pasado, lo que se ve reflejado en una serie de desarrollos, tanto internos como externos. Indica el señor Consejero que la evolución de las remuneraciones, medida a través de dos índices, son coherentes con menores holguras que las del escenario base; la evolución reciente de los agregados monetarios y del crédito a empresas muestra una desaceleración; las presiones de costos que surgen del alza en el precio de algunos alimentos con gran incidencia en el IPC, como el trigo; las volatilidades recientes de los mercados financieros internacionales, cuyo impacto sobre la inflación doméstica es difícil de precisar, también está presente y sugiere un llamado a la cautela; y por último, está el anuncio esta semana, de parte de la autoridad fiscal, de un programa de veintisiete medidas que tiene como objetivo central generar un estímulo para que el sector privado adelante sus planes de



**BANCO CENTRAL DE CHILE**

inversión. Señala el Consejero señor Desormeaux que es temprano para saber cual será el impacto de estas medidas sobre la actividad y la inflación. Pero le llama la atención que analistas privados serios consideren hoy que dichas medidas pueden dar lugar a un crecimiento entre un cuarto y medio punto superior a lo estimado previamente para el año 2008, lo que sin duda podría resultar equivalente al estímulo de una rebaja de la tasa de política monetaria como la contemplada en nuestro escenario base.

Por último, existen otras fuentes de incertidumbre que se relacionan con las mediciones de brechas de capacidad, las que se han mencionado en otras oportunidades, y por las que el Banco Central ha decidido esperar a contar con cifras con base 2003 para revisarlas a fondo, por lo tanto, no sorprende que el mercado proyecte hoy una inflación superior a la contemplada en nuestro escenario central. Manifiesta el señor Consejero que la suma de estos antecedentes le inclina a pensar que el escenario central enfrenta un riesgo relevante que la inflación efectiva se encuentra por encima de lo proyectado y lo lleva a considerar que el riesgo de equivocarse, si se adopta la decisión de bajar la tasa de política monetaria es mayor que aquél implícito en la mantención de ésta. Considera el señor Desormeaux que la decisión más prudente con la información disponible hoy es la mantención de la tasa de política monetaria, en espera de mayores antecedentes que permitan dimensionar mejor los riesgos envueltos. Cree que la preparación del Informe de Política Monetaria de mayo será una buena oportunidad para avanzar en esta dirección, lo que no significa descartar una posible rebaja futura de tasa, si los antecedentes que se acumulan así lo aconsejan. Indica el señor Desormeaux que ello debe quedar reflejado también en nuestro Comunicado posterior a esta reunión.

Por las razones señaladas vota por mantener la tasa de política monetaria en 5,0%.

El Vicepresidente señor José De Gregorio señala que la presentación que ha hecho la Gerencia de División Estudios hoy, ratifica la validez de nuestro escenario central, lo que implicaría que de mantenerse sería necesaria al menos una baja en la tasa de política monetaria de 25 puntos base. Esto es, sin duda, lo que explica que en un principio y luego de la publicación de la última Minuta, el mercado internalizara el hecho que la baja de enero no fue una decisión aislada, lo que generó un grado inusual de incertidumbre respecto del sesgo de la política monetaria.

Manifiesta el señor Vicepresidente que a su juicio, la decisión que se enfrenta y tal como se discutió en la mañana, el Comunicado que refleje la discusión de ahora influirá de manera muy importante en la evaluación que se haga de los riesgos respecto a nuestro escenario base. De existir riesgos adicionales y sesgados hacia una mayor inflación, sería recomendable la mantención de la tasa de política monetaria. Sin embargo, señala el señor Vicepresidente, su evaluación es que estos riesgos no son de una magnitud significativa que sugieran desviarnos de la estrategia de política monetaria implícita en nuestro escenario base y mantener la tasa de política monetaria.

Manifiesta el señor Vicepresidente, que vale la pena revisar el escenario internacional y solo se enfocará en los riesgos que se han discutido y los que le parecen los más relevantes y significativos de desviación. En términos de la actividad internacional, el escenario en lo grueso es igual al del mes de enero. Sin embargo, las recientes turbulencias financieras apuntan a un aumento de algunos riesgos, lo que indica que se podría estar configurando un escenario de debilidad de la economía mundial mayor al previsto y si a esto se agregan noticias no muy benignas en la inflación de los Estados Unidos de América, podría significar que el espacio para el relajamiento de la tasa de la *Fed* sea aminorado. Esta



conducta de la política monetaria de Estados Unidos puede agregar, y no se puede descartar, que sea la causa de las fuertes turbulencias financieras que se han vivido recientemente.

Expresa el señor Vicepresidente que las implicancias respecto a nuestra política monetaria son variadas. Dependiendo de lo que ocurra con los precios de los activos, en la medida que ésta ha estado circunscrita a las bolsas y a los mercados de renta fija en los países desarrollados y economías emergentes, la evidencia apuntaría a mayores razones para bajar la tasa de política monetaria y en la medida que las turbulencias puedan causar una depreciación excesiva del peso, se podría concluir que la recomendación adecuada sería cautela y mantener la tasa de política monetaria.

Señala el señor Vicepresidente que esta semana se ha observado una tenue apreciación del peso y nada indica que la transmisión de las turbulencias actuales pueda impactar de manera significativa en la paridad de nuestra moneda con su consecuente impacto inflacionario. Por lo tanto, indica que los riesgos apuntarían a que no hay razones para esperar un ajuste en la tasa de política monetaria.

En el ámbito interno existen riesgos en diferentes direcciones lo que indicaría algún sesgo específico. Efectivamente y tal como se esperaba, en enero hubo una sorpresa en la inflación subyacente que fue en gran parte puntual. Indica que a los riesgos inflacionarios se agrega un registro más elevado a lo esperado en el índice de remuneraciones, aunque los costos laborales siguen un ritmo acotado.

Por otra parte, manifiesta el señor Vicepresidente que viniendo del escenario externo el impacto de alza de precios de algunos commodities, aunque con potencial impacto en los registros del IPC, revela un desvío del escenario base importante. Sin embargo, estos riesgos deberán ser monitoreados con mucho cuidado. Indica que también existen riesgos que apuntarían en la dirección opuesta y que en el margen se ha observado cierta desaceleración puntual en la creación de empleo y posible PIB para el primer semestre, algo por debajo de nuestro escenario base, con sus consecuencias inflacionarias.

A su juicio, lo más probable, es que si no bajamos la tasa hoy lo deberemos hacer en los meses venideros y no ve razones que le sugieran que esta segunda opción es preferible. En particular, dado que en los siguientes meses se observarán inflaciones bastante bajas, pero por sobre todo, por debajo de las expectativas de mercado, aunque en el horizonte de política los precios de los mercados financieros estarían proyectando una inflación algo por debajo de la meta, no así en el corto plazo.

El señor Vicepresidente estima que al bajar la tasa en esta reunión se podría mantener un sesgo neutral de la política monetaria, dado que el *IPoM* contemplaba una reducción de tasa entre 50 y 75 puntos base y el que sin duda revisaremos con más detalle en la preparación de nuestro próximo Informe de Política Monetaria.

Por estas razones, su voto es por bajar la tasa de política monetaria en 25 puntos base y anunciar un sesgo neutral para la política monetaria. En todo caso, en caso que se decidiera mantener la tasa de política monetaria, dado que no está claro, cree que en orden a ser coherente con nuestro escenario base, se debería sesgar la política monetaria hacia un relajo, algo que además es coherente con el tenor de la discusión que hay que esperar para reunir mayores antecedentes antes de decidir una nueva baja de tasa.



El Presidente señor Vittorio Corbo, agradece al staff el análisis de los acontecimientos ocurridos desde la última Reunión de Política Monetaria.

Señala el Presidente señor Corbo que el escenario externo continúa favorable en cuanto a actividad, especialmente por la fortaleza que muestra la zona euro y Japón, pero han surgido riesgos a la baja en el crecimiento y al alza en la inflación de Estados Unidos de América y turbulencias en los mercados financieros internacionales, estas últimas alimentadas por problemas en los mercados de hipotecas de menor clasificación de riesgo y por el aumento de los riesgos a la baja en el crecimiento de Estados Unidos de América. Indica el señor Corbo que la volatilidad ha afectado el precio de acciones, paridades cambiarias, tasas de interés de largo plazo y mercados hipotecarios y de derivados de crédito tanto en países industriales como emergentes. Indica que estos efectos en los mercados financieros chilenos han sido acotados y lo más probable es que esta volatilidad siga presente hasta que no se disipen las dudas sobre el curso futuro de la actividad económica en Estados Unidos de América y sobre los efectos que terminen teniendo los problemas en el mercado de hipotecas de más riesgo en los mercados hipotecarios, financieros y de la vivienda. Agrega que, en contraste, el precio del cobre repunta.

En el frente interno, la actividad económica de enero estuvo, a grandes rasgos, en línea con las proyecciones del último *IPoM* y la sorpresa inflacionaria de enero en el *IPCX1* no se repitió, pero tampoco se revirtió. Así, el escenario central del *IPoM* se mantiene vigente.

Sin embargo, el señor Corbo señala que desde el *IPoM* han surgido una serie de noticias que le imponen un sesgo al alza a las proyecciones de inflación del escenario central de ese informe:

- (1) un aumento sostenido en el índice de remuneraciones del INE, el que muestra variaciones en 12 meses cercanas al 6%, remuneraciones reales de la ACHS que crecen en torno al 3% anual; precios de no-transables y de servicios creciendo sobre el 5% en 12 meses; y, precios de transables y de bienes creciendo levemente sobre 0%. Esta dinámica de remuneraciones y precios es consistente con cifras de un mercado laboral más estrecho. Sin embargo, las cifras de costos de la mano de obra se mantienen relativamente estables.
- (2) crédito retomó tendencia al alza, esta vez empujado principalmente por créditos a empresas.
- (3) repunte en precios internacionales de productos primarios de origen agrícola, trigo, aceites y otros, con potenciales efectos en los precios a los consumidores internos.
- (4) precios del petróleo algo por encima de lo proyectado en el *IPoM*.

En paralelo, indica el señor Corbo que el programa de estímulo a la inversión y al crecimiento recientemente anunciado por el Ejecutivo, debiera fortalecer la demanda interna y el crecimiento.

En actividad, la revisión de cuentas nacionales va a permitir reevaluar el estado en que se encuentra la economía y en particular, la magnitud de la brecha del producto y sus implicancias sobre inflación proyectada.

24



En estas circunstancias, manifiesta el señor Presidente, lo más prudente es dilucidar la dirección final que terminen teniendo los desarrollos en los mercados financieros internacionales y las implicancias de esos desarrollos y de las noticias en el frente inflacionario interno para la inflación proyectada, antes de decidir si es aconsejable retomar el curso de política, considerado como más probable en enero, curso este último que aún es parte de nuestro escenario central.

Por lo anterior su voto es por mantener la tasa de política monetaria en 5%.

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

105-01-070315 – 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 5% 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 5% anual.

El escenario externo relevante para la economía chilena continúa favorable, a pesar de la mayor volatilidad y los ajustes de los precios de distintos activos observados en los mercados financieros internacionales. Esto último ha tenido consecuencias menores en el mercado financiero interno. El crecimiento mundial sigue elevado, el precio del cobre ha vuelto a aumentar por encima de lo contemplado en el escenario central del último *Informe de Política Monetaria*, y el precio del petróleo se ubica algo por sobre lo proyectado.

La información disponible es coherente con un aumento gradual del dinamismo de la actividad interna, en línea con lo previsto en el último *Informe*. Las medidas recientemente anunciadas por el Gobierno apoyan este panorama. El empleo asalariado continúa aumentando, con una intensidad algo menor que en meses pasados. Las condiciones financieras internas se muestran más favorables que en meses anteriores.

Más allá de cambios en el nivel de precios resultantes de la puesta en marcha del Plan Transantiago, las medidas de inflación anual del IPC y del IPCX (que excluye combustibles y perecibles) evolucionan de acuerdo con lo proyectado en el último *Informe*. En tanto, la inflación anual del IPCX1 (que además excluye algunos servicios regulados y otros bienes), que ha estado algo por encima de lo proyectado, se ha moderado en el último mes. Medidas alternativas de la tendencia inflacionaria han tenido evoluciones mixtas. Pese a que los costos laborales siguen contenidos y las expectativas de inflación de largo plazo se mantienen ancladas en torno a 3%, se observa un aumento en el crecimiento de algunos indicadores salariales.

hp



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 105  
Política Monetaria  
15.03.2007 32.-

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. Esto implica que, de atenuarse los riesgos inflacionarios y consolidarse el escenario central del último *Informe de Política Monetaria*, en los meses siguientes podría requerirse un impulso monetario algo mayor.”

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 18:00 horas.

JOSÉ DE GREGORIO REBECO  
Vicepresidente

VITTORIO CORBO LIOI  
Presidente

MANUEL MARFÁN LEWIS  
Consejero

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ  
Consejero

ENRIQUE MARSHALL RIVERA  
Consejero

ANDRÉS VELASCO BRAÑES  
Ministro de Hacienda

JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR  
Ministro de Fe Subrogante

hp



## BANCO CENTRAL DE CHILE

### ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 106 celebrada el 12 de abril de 2007

---

En Santiago de Chile, a 12 de abril de 2007, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Vittorio Corbo Lioi y con la asistencia del Vicepresidente don José De Gregorio Rebeco y de los Consejeros don Jorge Desormeaux Jiménez, don Manuel Marfán Lewis y don Enrique Marshall Rivera.

Asiste el señor Ministro de Hacienda, don Andrés Velasco Brañes.

Asisten también:

Gerente General, don Alejandro Zurbuchen Silva;  
Subgerente General, don Leonardo Hernández Tagle;  
Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldívar;  
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;  
Gerente de División Política Financiera, don Pablo García Silva;  
Gerente de División Operaciones Financieras, don Esteban Jadresic Marinovic;  
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Igal Magendzo Weinberger;  
Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;  
Gerente de Mercados Financieros Nacionales, don Beltrán De Ramón Acevedo;  
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; y  
Secretario General, don Jorge Court Larenas.

El Presidente señor Vittorio Corbo señala que el Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco Brañes se ha excusado de asistir a la reunión de la mañana, por razones propias de su cargo y que concurrirá a la reunión de la tarde.

A continuación, el señor Presidente fija la fecha de la Sesión de Política Monetaria del mes de octubre de 2007, para el día 11 de ese mes.

El señor Presidente señala que, como es habitual, se dará inicio al informe económico y financiero de la Gerencia de División Estudios, el cual será presentado en la parte internacional, por el Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann B. y, en la parte nacional, por el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Igal Magendzo W.

El señor Presidente ofrece la palabra al Gerente don Sergio Lehmann Beresi, para que inicie la exposición.





## BANCO CENTRAL DE CHILE

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann da comienzo a su exposición, señalando como punto destacado del escenario internacional, que éste se mantiene favorable. Agrega que en cuanto a crecimiento, mejoran las perspectivas para la Zona Euro y Japón, al igual que para otras regiones. Sin embargo, se mantiene la incertidumbre respecto al desempeño de la economía de Estados Unidos de América.

Señala el señor Lehmann, que respecto a expectativas de movimiento de tasa de política monetaria, éstas se atenúan en Estados Unidos de América y se postergan en el tiempo, mientras que en el caso Europa y Japón las perspectivas de aumento en el año no se modifican. Por su parte, las tasas largas en Europa y Japón en el último mes han aumentado en torno a 20 puntos base, lo que se asocia fundamentalmente a favorables cifras de actividad, mientras que en Estados Unidos de América, el alza también contempla elementos relacionados con mayor preocupación por la inflación, lo que se explica principalmente por el fenómeno conocido como búsqueda de retorno por parte de inversionistas.

Indica el señor Lehmann que en materia de commodities, el precio del cobre ha aumentado, y se sitúa por sobre 3,50 dólares la libra. Agrega, que esta escalada del precio de ese metal está gatillada por indicación de una mayor demanda por parte de China.

Menciona el señor Gerente de Análisis Internacional, que respecto del precio del petróleo éste se eleva hacia fines del mes de marzo y luego retorna a los niveles que se observaban hace un mes atrás. Sin embargo, respecto a la gasolina existe un aumento muy significativo en torno a 20% y esto está fundamentalmente afectado por estrechez en la capacidad de refinación de Estados Unidos de América y por otro lado, por la caída de precios de activos de economías emergentes, que acompañó la turbulencia observada hace un mes, aproximadamente. Señala que dicha caída se ha revertido casi completamente, y que los capitales han retornado con fuerza a las economías emergentes.

Agrega el señor Lehmann que respecto a los indicadores de activos en Estados Unidos de América, si bien hay algunas cifras positivas que han sido indicadores de cifras por sobre lo anticipado, se atrevería a decir que predominan más bien en el margen las cifras negativas, y esto primeramente vinculado con cifras asociadas al mercado inmobiliario y después, por algunas cifras vinculadas a expectativas del sector manufacturero y no manufacturero, que han estado por debajo de lo previsto.

Por otro lado, menciona el señor Lehmann que se mantienen favorables aquellos componentes relacionados con consumo, que se ha mantenido relativamente fuerte.

Señala el señor Lehmann, que en cuanto a creación de empleo, también ha sorprendido positivamente y eso es lo que ha sostenido el consumo. Respecto a indicadores de precios, indica que en general estuvo en línea con lo esperado, con la excepción del PCE subyacente mes a mes, y esto también presentaba noticias más bien negativas.

El señor Lehmann señala que quiere recordar que hay cifras de inversión residencial que dan cuenta de resultados negativos hacia el corto y mediano plazo. Agrega, que esto también se ha observado en el caso de la inversión no residencial.

Asimismo, manifiesta el señor Lehmann que respecto de los índices de confianza de los consumidores, se ve que el consumo se ha mantenido en línea con indicadores positivos del *Conference Board de la Universidad de Michigan*.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

En cuanto a la inflación en Estados Unidos América, la inflación *Core* ha estado mostrando señales más bien al alza. En el caso de Europa, predominan indicadores positivos. Agrega que se cuenta con datos positivos de sentimiento económico en Alemania, y en la zona europea, aún más favorables y tasas de desempleo vinculadas a ese sector laboral, que también se observan positivas.

Por el lado de precios, menciona el señor Lehmann que las cifras han estado en línea con lo esperado, también el IPC *Core* como ocurrió en la situación de Estados Unidos de América. Respecto a sentimiento económico, éste ha mejorado y se muestra una variación importante en el PIB.

Agrega el señor Lehmann, que la confianza empresarial se observa prácticamente en todos los países de Europa, moviéndose positivamente con trayectorias claramente alcistas.

En Japón se reafirma el consumo que muestra cifras positivas y el gasto de hogares también presenta cifras favorables y hace prever que el componente demanda interna en ese país mostraría desempeños también positivos. Por su parte, la encuesta *Tankan* que refleja confianza de consumidores se ha mostrado elevada. Todo lo anterior lleva a mejorar el crecimiento mundial y ello es fundamentalmente por buenas perspectivas, tal como ya se destacaba en la zona Euro, principalmente para el año 2007. Igualmente para el caso de Japón, mientras que en la situación de Estados Unidos de América se presenta una corrección hacia la baja y con un sesgo negativo.

Asimismo, comenta el mencionado Gerente que, respecto a exportadores de crecimiento mundial de socios comerciales, se muestra también con una revisión hacia el alza tanto para el año 2007 como para el 2008.

Respecto al precio de los *commodities*, indica el señor Lehmann que existe una nueva escalada en el precio del cobre, que se observa claramente en el último mes; la volatilidad no se ha mantenido particularmente elevada si se mira en una perspectiva más amplia, pero destaca más bien el hecho de que el precio del cobre ha estado aumentando fuertemente y, en este caso, un elemento importante para esta situación fue que China ha incrementado sus exportaciones.

Señala el señor Lehmann que, respecto del precio del petróleo se observa un aumento y que posteriormente se revierte, lo que se asocia con el aumento de riesgos geo políticos y también con situaciones de estrechez producto de demandas en el mercado. Menciona el señor Gerente que la volatilidad de ese precio se ha mantenido sin mayores cambios, lo que lleva a la revisión del precio proyectado, tanto para el año 2007 como para el año 2008, de 61 y 60 dólares, respectivamente.

Indica el Gerente de Análisis Internacional que respecto al precio de la gasolina, existe una perspectiva algo más larga a la que mostraba hace dos días. Desde el año 2000 hasta la fecha se ve que efectivamente se han tenido eventos puntuales que han superado los 20 dólares el barril, como los observados a mediados del año 2005 a propósito de los efectos de Katrina y Rita.

Destaca por otro lado el señor Sergio Lehmann, que el precio del trigo y el maíz han tendido a aumentar y lo que interesa es conocer si ello se ha reflejado en los precios de la canasta del IPC en algunos países en particular, lo que ha sucedido efectivamente. Agrega que en México, el último dato de crecimiento de inflación en 12 meses, asociados a cereales y pan



BANCO CENTRAL DE CHILE

es del 11%, mientras que el IPC ha aumentado 4% en variación a 12 meses. Por su parte, Estados Unidos de América ha aumentado algo más de 3% versus 2,4% de la inflación IPC. En el caso de Europa, este mismo componente alcanza al 2,1% versus la variación en 12 meses del IPC de 1,8; y en Brasil no se observa variación.

Informa el señor Lehmann, que en cuanto a expectativas de Tasa de Política Monetaria existe un movimiento en el margen hacia el alza en el caso de Estados Unidos de América y ello resulta coherente con las preocupaciones asociadas a inflación y a las cifras vinculadas al mercado laboral, que han sido positivas y que han hecho postergar la visión del mercado respecto de eventuales alzas. Agrega que actualmente las expectativas son de una disminución de 25 puntos base en octubre y otra de 25 puntos base en el mes marzo del año 2008. En el caso de Europa y Japón los cambios son bastante marginales.

Por otra parte, respecto a las tasas de interés a largo plazo, menciona que éstas han tendido a aumentar en torno a 20 puntos base, tanto en Estados Unidos de América como en Europa y Japón. En cuanto a las paridades cambiarias, el dólar ha tendido a depreciarse respecto a otras monedas.

En relación a riesgos de mercado, el señor Lehmann hace presente que estos han tendido a reducirse de manera relativamente significativa, no obstante se ha mantenido a niveles más altos de los que se observaba a finales del año 2006 y comienzos del año 2007. Por otra parte, los *spreads* se han reducido, llegando en algunos casos a mínimos históricos, especialmente en el caso de Brasil y México, con una tendencia clara hacia la baja. En el caso de Chile, el bono de CODELCO también tiene una caída algo más ruidosa en relación a las tendencias muy claras en el resto de los países emergentes.

El Presidente señor Vittorio Corbo agradece la presentación del señor Lehmann y ofrece la palabra para comentarios.

En cuanto al precio del cobre, el Consejero señor Jorge Desormeaux consulta si existiría algún interés por parte de China de manipularlo o sólo se trata de un tema de inventarios.

El Gerente de Análisis Internacional señor Lehmann, responde al señor Consejero que es difícil tener seguridad respecto a lo anterior, pero sí existe evidencia que ha ido acumulando inventarios importantes durante el año 2005, y que durante el año 2006 hizo uso de éstos ante precios altos. Le parece al señor Lehmann que tal vez China esperaba que el precio del cobre caería hacia delante y se dieron cuenta que era necesario reconstituir inventarios, ya que mantienen reservas estratégicas relativamente importantes. Menciona también que se han destacado aumentos en el caso de los precios del molibdeno, la celulosa y la harina de pescado.

El Consejero señor Jorge Desormeaux, en relación al precio de la gasolina, consulta si existe alguna opinión respecto de la duración del fenómeno del aumento de su precio.

El Gerente señor Lehmann responde al señor Consejero que este fenómeno no duraría más de un par de trimestres. Agrega, que los últimos datos con que se cuenta señalan



BANCO CENTRAL DE CHILE

que no se han reflejado en el precio los efectos del huracán Katrina, ya que aparentemente existiría alguna solución a los problemas que han presentado las refinerías, que han llevado a revertir en el margen el precio de las gasolinas en relación al petróleo, pero aún sigue en niveles bastante altos.

El Consejero señor Manuel Marfán consulta si sería posible, para más adelante, contar con un cuadro desestacionalizado respecto de los precios de las gasolinas, porque existe una desestacionalidad que no se refleja claramente en los gráficos.

El señor Lehmann señala que estadísticamente no se ha encontrado un efecto estacional relevante. En efecto, si se observa desde el año 2000 hasta el año 2005 no se apreciaba algo relativamente importante en términos de estacionalidad, si bien es cierto que eso se ha producido en algún grado alrededor de los inicios del año 2005 y 2006, hacia atrás no se aprecia algo importante.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que entiende que el precio de la gasolina sí tiene estacionalidad y que aumenta durante el verano en el hemisferio norte, y que el *crack spread* se mide como la diferencia del precio de la gasolina y precio del petróleo crudo. Como el precio del petróleo crudo no tiene estacionalidad, entonces el *crack spread* necesariamente tiene que tenerla, lo que cree que resulta más difícil de obtener en valores diarios.

El Presidente señor Vittorio Corbo señala que en todo caso se analizará esta materia con más detalle.

Con respecto al comentario del Gerente señor Sergio Lehmann sobre el impacto del precio del trigo y del maíz en Brasil en los precios de la canasta del IPC, el Vicepresidente señor José De Gregorio estima que es explicable que en ese país esto no suceda, toda vez que allí se subsidia el precio de esos productos.

El Gerente señor Lehmann señala que todavía no se tiene información para entender mejor lo que está sucediendo en Brasil.

El Vicepresidente señor José De Gregorio comenta que sería conveniente que aunque la información se trate de la parte internacional, se pudiera agregar un cuadro con la información de Chile. El Gerente señor Lehmann señala que ya se encuentra contemplado. Sin embargo, por razones de tiempo no se pudo realizar en esta oportunidad.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que quisiera saber si los precios que se consideran son internos o del mercado de exportación, ya que en los países que son grandes productores hay diferencias relevantes en un caso o en el otro.

El Gerente señor Sergio Lehmann señala que son precios internos y que se toma una clasificación equivalente de los distintos componentes de la lectura IPC.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Consejero señor Manuel Marfán manifiesta que respecto de los premios por riesgo de economías emergentes, se podría construir un cuadro con países equivalentes a Chile, porque da la sensación que la volatilidad es mayor mientras más alto es el premio por riesgo.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann señala que lo que se ha efectuado en otras ocasiones es presentar el *spread* de Chile con bonos A en Estados Unidos de América y en general el movimiento es bastante similar. Lo que se observa es que resulta coherente con este concepto que los inversionistas se han movido hacia aquellos bonos que ofrecen un retorno más alto y por eso, probablemente, se ve una caída más fuerte en el caso de esas otras economías.

En relación al tema de los premios por riesgo, el Consejero señor Enrique Marshall señala que es importante que se expliquen los movimientos del *spread* soberano del bono chileno hacia el final de período, ya que al parecer es superior al de otros países que se muestran en el gráfico que se ha presentado. El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann señala que lo que sucede con el mencionado bono es que éste es poco líquido.

El Gerente de Mercados Financieros Nacionales señor Beltrán De Ramón sobre el mismo punto, señala que lo que puede estar influenciando la lectura que se hace sobre este bono son las escalas diferentes que tienen los ejes del gráfico.

El Presidente señor Vittorio Corbo menciona que lo que le parece más sorprendente es que los *spreads* de las economías emergentes se normalizaron rápidamente, después de las turbulencias de fines del mes de febrero.

El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés indica que es importante destacar que no le parece tan obvio que el crecimiento de la economía mundial tenga una posición de menos riesgos que hace seis meses, ya que siguen igualmente presentes en Estados Unidos de América, y cree que bastaría un par de datos negativos del mercado laboral para que se tenga un cuadro de reajustes más fuertes.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que quiere efectuar un comentario en el sentido que si se empieza a disminuir la burbuja inmobiliaria en Estados Unidos de América, que cree que se producirá, la pregunta es si ello será abrupto o no, o si provocará o no recesión. Comenta que su sensación es que la probabilidad de una recesión en Estados Unidos de América es más baja que hace dos o tres meses atrás y la sensación de riesgo existente era mayor antes que ahora. Agrega, que aún existen otras variables en el mundo que no se han ajustado y eso lo encuentra más preocupante, y de hecho cree que centrarse en una discusión de corto plazo puede hacer olvidar que existen desequilibrios globales que aún no se han corregido.

A continuación, el Presidente señor Corbo ofrece la palabra al Gerente de Análisis Macroeconómico, don Igal Magendzo Weinberger, a fin que presente la exposición sobre la parte nacional.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

El Gerente señor Magendzo indica que las noticias del último mes dan cuenta que, en su conjunto para el primer trimestre, tanto la actividad como la inflación se ubican en línea con lo esperado en el escenario central del *IPoM* del mes de enero. No obstante, la inflación IPCX1, que revirtió sorpresas de meses previos, es marginalmente mayor que lo esperado en ese entonces. El escenario internacional también es algo distinto del considerado en enero, con una proyección de crecimiento mundial mayor, especialmente de los socios comerciales, y precios del cobre y el petróleo por sobre lo anticipado.

Comenta el Gerente señor Magendzo que la información disponible sigue dando cuenta de un aumento del dinamismo de la actividad interna, y la inflación anual del IPC se ubica algo por debajo de 3%. Los mayores cambios en el mes se dieron en el plano externo, con un precio del cobre que volvió a aumentar con fuerza y se ubica considerablemente por sobre lo contemplado en el escenario base del último Informe. Los precios del petróleo y sus derivados, especialmente la gasolina, han subido y se ubican por sobre lo proyectado. Si bien el efecto sobre la economía local de estos cambios es amortiguado por la operación de la regla fiscal y los fondos de estabilización de los combustibles, el escenario de corto plazo para la inflación IPC es algo mayor que el mes anterior, y el del *IPoM*, debido al mayor precio del petróleo y sus derivados y al incremento en el precio de algunos alimentos. Indica el señor Gerente de Análisis Macroeconómico que medidas alternativas de la tendencia inflacionaria no muestran cambios relevantes. Por su parte, menciona que los costos laborales siguen contenidos y las expectativas de inflación se ubican en torno a 3%. Las expectativas para la tasa de política monetaria indican que ésta se mantendría en su nivel actual durante este año y gran parte del próximo. El conjunto de antecedentes anteriores sugiere que la inflación anual disminuirá durante los próximos meses, con menos intensidad que lo proyectado en el último Informe.

En cuanto al escenario externo, señala el señor Magendzo que las proyecciones de crecimiento mundial para los principales socios comerciales se corrigen al alza en 0,1 puntos porcentuales para el año 2007 y el año 2008, impulsadas principalmente por mejores perspectivas para la Zona Euro y Japón. Comenta el señor Magendzo que esto, a pesar que se mantiene la incertidumbre respecto de cómo la desaceleración de Estados Unidos de América afectará al resto del mundo. En materia de expectativas de tasas de política para este año, la fortaleza del empleo redujo a uno los recortes esperados en Estados Unidos de América, mientras no se presentan cambios respecto del mes previo en la Zona Euro y Japón, esperándose para ambos un incremento de 25 puntos base hacia mediados de año. Agrega que las tasas de interés de largo plazo aumentan, tanto por una mayor preocupación por inflación como por la renovada preferencia de inversionistas por instrumentos de mayor riesgo. Indica el señor Gerente de Análisis Macroeconómico que en Europa y Japón, el aumento de estas tasas se debe principalmente a buenas cifras de actividad. Asimismo, el precio del cobre ha aumentado de manera significativa, ubicándose en lo más reciente sobre US\$ 3,5 la libra. Hace presente el señor Magendzo que según analistas de mercado, esto se debe, principalmente, a indicaciones de una mayor demanda de China. El precio del petróleo se elevó hasta cifras cercanas a US\$ 65 el barril en la semana previa al cierre de la minuta entrega para esta reunión, reflejo de un incremento en la prima por riesgo. En lo más reciente descendió hasta niveles más cercanos a US\$ 62. El precio de la gasolina continúa aumentando afectado por problemas en la refinación, lo que llevó a que su valor subiera más de 15% en el último mes, 50% de aumento respecto del precio spot al cierre estadístico del *IPoM* del mes de enero. Menciona que en los mercados emergentes, la caída de precio de los activos que acompañó las turbulencias financieras de fines de febrero se ha revertido casi completamente. Así, las bolsas, premios soberanos y paridades retornan gradualmente a los niveles previos al inicio del mencionado episodio, e incluso, algunos premios soberanos se ubican en niveles históricamente bajos.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Señala el señor Magendzo que en el mercado financiero local, sobresale en el mes de marzo, el mayor dinamismo del crecimiento anual del dinero, fenómeno que ya se había observado el mes pasado. En cambio, indica que el crecimiento anual de las colocaciones totales, que también se había reaccelerado en febrero, se atenuó en el mencionado mes de marzo, al igual que su velocidad de expansión anual. Por otra parte, destaca que el crecimiento anual de las colocaciones de consumo continuó atenuándose.

Manifiesta el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Magendzo, que las tasas de interés nominales de los documentos del Banco Central de Chile tuvieron cambios menores respecto del cierre de la reunión del mes de marzo, aumentando hasta 10 puntos base dependiendo del plazo. Por otro lado, las tasas de los documentos reajustables tampoco tuvieron cambios importantes a plazos largos, pero a plazos menores de cinco años, cayeron hasta 40 puntos base. Con esto, la compensación inflacionaria de corto y mediano plazo aumentó respecto del mes anterior, posiblemente influida por el aumento del precio del petróleo. Destaca el señor Magendzo el cambio en la compensación 1 en 1, que aumentó hasta 2,9%; 0,4 puntos porcentuales superior a la del mes anterior. Hace presente que la Encuesta de Expectativas a Mesas de Dinero a un año aumentó a 2,7%; 2,6% al cierre de la reunión anterior, mientras que a dos años se mantuvo en 2,8%. Hace presente el señor Gerente que respecto de las tasas de interés de mercado, las tasas de las colocaciones comerciales bajaron 30 puntos base, alcanzando el menor nivel desde junio del año 2005, mientras que las de las letras hipotecarias disminuyeron en el margen y las de las colocaciones de consumo siguieron mostrando una leve alza, si se considera su estacionalidad habitual. El valor de la bolsa local recuperó buena parte de la pérdida previa, sin fluctuaciones de consideración en el mes. Por último, la paridad nominal peso/dólar no tuvo cambios relevantes en el curso del mes. El tipo de cambio real se estima llegó a 95,0 en marzo.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Magendzo señala que las expectativas para la tasa de política monetaria derivadas de la curva *forward* aumentaron con respecto al mes anterior, deduciéndose una menor probabilidad de un nuevo recorte de la tasa de política monetaria en lo que resta del año 2007 y gran parte del 2008. Las tasas de interés *swap* también indican que dicha tasa se mantendría en su nivel actual por un lapso prolongado. Las noticias de precios de marzo y la publicación de la minuta de la reunión del mes pasado, contribuyeron a que el mercado asignara alguna probabilidad a la opción de un nuevo recorte de la tasa de política monetaria, la que, no obstante, es reducida. La Encuesta de Expectativas Económicas del mes de abril también señala que la tasa de política monetaria se mantendrá por todo el 2007, esperándose un incremento de 25 puntos base a diciembre del 2008.

Comenta el señor Gerente de Análisis Macroeconómico, que los datos del mes de febrero mostraron que el consumo sigue creciendo a tasas elevadas, similares a las registradas a lo largo del año 2006. El consumo durable, tras un débil registro en enero, tuvo un crecimiento significativamente superior en el segundo mes del año. Agrega que, no obstante, en términos trimestrales su tasa de crecimiento anual sigue una trayectoria descendente respecto de los registros de 2006, coherente además con la evolución del crecimiento anual de las colocaciones de consumo. Indica también que las expectativas de los consumidores tuvieron una caída importante durante marzo, ubicándose en la zona pesimista. Destaca, sin embargo, el señor Gerente de Análisis Macroeconómico que la caída no se asocia a una situación de orden personal. Por el lado de la inversión, en marzo las importaciones de bienes de capital habrían crecido más de 17%, US\$ 612 millones en el mes, valor superior al de enero y febrero, y que está por encima del crecimiento registrado en el segundo, tercer y cuarto trimestre de 2006. Destaca también los anuncios que se han hecho respecto de la colocación de bonos corporativos para lo que resta del 2007, los que, de concretarse, serían similares a los máximos observados en el 2001. Comenta el señor Magendzo que respecto de la Formación



## BANCO CENTRAL DE CHILE

Bruta de Capital Fijo en edificación y obras, los datos de ventas de vivienda del primer bimestre de 2007 muestran tasas de crecimiento anual menores que a fines del 2006, con un número de meses necesarios para agotar el stock, que aumenta marginalmente, siguiendo en niveles elevados.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Magendzo indica que los datos de actividad del último mes, acercan la evolución del primer trimestre al escenario de corto plazo, delineado en el *IPoM* del mes de enero, considerando el cambio en las participaciones sectoriales. La tasa de variación anual del Imacec fue de 5,7%, igual valor sin efecto calendario, cifra mayor que los registros de los meses recientes y que lo esperado por el mercado. Por sectores, manifiesta el mencionado Gerente que destacó el creciente mayor dinamismo del comercio y el menor de minería e industria. En este último sector destaca la debilidad de sectores ligados a la inversión, que, aparentemente, estarían siendo crecientemente sustituidos por importaciones. Lo anterior, aún considerando que su importancia dentro del consumo durable y/o la inversión en maquinaria y equipos ya era baja. Los sectores de la industria que se habían visto mayormente afectados por el fenómeno de cambio en el origen del consumo habitual hacia bienes importados, muestran tasas de crecimiento anual levemente positivas. En el caso del comercio, indica que su dinamismo se ve reflejado en el desempeño de todos sus componentes y es, a la vez, coherente con lo que se observa en los indicadores de consumo y las importaciones de este tipo de bienes.

Indica el señor Magendzo que los datos del trimestre móvil diciembre-febrero, fueron algo distintos de las tendencias recientes del mercado laboral. Señala que por un lado, la tasa de crecimiento del empleo, tras algunos meses de descenso, volvió a aumentar, nuevamente concentrada en el empleo asalariado. Por el otro, la fuerza de trabajo y la tasa de participación laboral aumentaron luego de varios meses de estabilidad, en especial la femenina. Agrega que la tasa de desempleo siguió aumentando, llegando a 7,2% eliminada estacionalidad y 7,1% en el mes pasado.

Hace presente también que los datos de salarios del mes de febrero aumentaron la discrepancia entre el crecimiento anual del Índice de Remuneraciones y el Costo de la Mano de Obra. El incremento en doce meses del primero subió a 6,1%, 5,8% en el mes de enero, a la vez que el del Costo de la Mano de Obra cayó a 4,7%, 4,8% en el mes de enero. El incremento real de las remuneraciones que mide la Asociación Chilena de Seguridad siguió disminuyendo, ubicándose en niveles similares a los de mediados del año 2006.

Indica el señor Gerente de Análisis Macroeconómico que el crecimiento anual de los costos laborales unitarios, en todas sus mediciones, volvió a caer en el mes de febrero, con una velocidad de expansión que continuó negativa. Señala que como se ha mencionado anteriormente, parte importante de la trayectoria que muestran los costos laborales unitarios responde a la evolución de la productividad medida. Con todo, señala el señor Magendzo, las presiones de costos salariales, más allá de la divergencia entre el Índice de Remuneraciones por Hora y el Costo de la Mano de Obra, siguen estando contenidas, manteniéndose el riesgo identificado en el *IPoM* de enero.

Hace presente el señor Gerente de Análisis Macroeconómico que por el lado de la inflación, en marzo el IPC aumentó 0,4%, 2,6% anual, el IPCX 0,3%, 2,7% anual y el IPCX1 0,5%, 2,3% anual. La inflación de marzo, estacionalmente alta, se explicó en parte importante por el aumento en el costo de los servicios de educación, que se compensó en parte por el efecto negativo remanente del ajuste de precios del transporte público desde la entrada en operación del Transantiago y una caída en el valor de los pasajes interurbanos. Esto último, se estima corresponde a un adelantamiento de caídas esperadas en meses venideros y fue lo que provocó que el IPCX1 resultara menor que lo esperado. Señala que algunas medidas





BANCO CENTRAL DE CHILE

alternativas de tendencia inflacionaria mantuvieron sus niveles del mes anterior, mientras otras aumentaron. La velocidad de expansión del IPCX1, tal como se había anticipado, comenzó a retroceder respecto de los elevados niveles que mostraba en los meses inmediatamente anteriores.

Finalmente señala el señor Gerente que con esto, la inflación IPCX1 a fines del primer trimestre fue algo superior a la proyectada en el *IPoM* del mes de enero, principalmente, por el aumento en el precio de algunos alimentos, fenómeno que podría atribuirse, al menos parcialmente, al aumento en el precio internacional de los granos. La inflación del IPC, en cambio, resultó similar a lo anticipado para fines del mes de marzo, debido a que el efecto que el Transantiago provocó en las tarifas, más que compensó el mayor IPCX1. Comenta el señor Gerente que el escenario de corto plazo apunta a una inflación mayor que la proyectada el mes pasado y en el *IPoM* de enero, tanto por una levemente mayor inflación IPCX1, como por el efecto que el alza reciente del precio del petróleo tendrá en el IPC.

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

El Consejero señor José De Gregorio señala que en relación a las colocaciones, el gráfico que se muestra comparado con el PIB a su juicio es útil, sin embargo no es un indicador de que exista una desaceleración, sino simplemente que se han normalizado las bajas.

El Gerente de División Política Financiera señor Pablo García señala que este gráfico fue preparado por esa Gerencia de División y la Gerencia de División Estudios, y que el vínculo entre la brecha y los agregados crediticios para el caso de los créditos de consumo, es bastante coincidente con el cambio de dirección.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que tiene la impresión que el empinamiento que se muestra en el referido gráfico, puede tener como explicación que se trata de un período donde muchas empresas empezaron a sustituir créditos externos, incluyendo emisión de bonos por créditos internos y que después se normalizó en relación con los mercados financieros internacionales.

El Vicepresidente señor José De Gregorio señala que tiene una duda sobre los inventarios de construcción. Consulta si estas proyecciones están basadas en algunos indicadores físicos, en algunos indicadores de inventario, o simplemente resultan de cuadrar las proyecciones.

El Gerente de División Estudios señor Valdés agrega que en este caso particular se trata de indicadores nuevos. Se trata de la matriz nueva de inventarios que es muy distinta.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que los inventarios de productos exportables no están ofreciendo información sobre qué está sucediendo con la demanda interna. Indica que podría pensarse que una reducción no anticipada de inventarios constituye un anticipo de un ciclo expansivo y viceversa, ya que correspondería a un modelo que uno tiene que es de demanda interna. Por consiguiente, si en lo que estamos más seguros es en aquella

je 4p



BANCO CENTRAL DE CHILE

parte sobre inventarios de bienes exportables, a lo mejor, estamos concluyendo equivocadamente respecto de la real situación.

Agrega el Consejero señor Marfán que la variación de inventario tiene un componente que es residual, incluyendo las deficiencias del factor implícito del producto; que imagina que la proyección que se efectúa es sectorial y lo que se trata es por demanda, por consiguiente, no sabe a qué corresponde el residuo aún cuando esté todo bien hecho. Entonces, indica que se va a depurar la parte de los inventarios de que uno sí tiene certeza, pero siempre va a quedar un residuo y que de ello se pueda sacar información económica, le parece algo muy audaz.

El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés cree que a estos indicadores se les está pidiendo más información que la que tienen. En efecto, se trata del primer trimestre y no del cuarto. Señala que en este último recién se supo lo que sucedía. Agrega, que ahora se cuenta con el Imacec de marzo y nos estamos preguntando por los inventarios de marzo y eso no es posible. Indica que en dos meses más se van a tener las cuentas que van a recibir esos datos y se está tratando de obtener más información de esto.

En cuanto a la incidencia de algunos alimentos, tales como pan, harina, pollo, pavo y cerdo, en la inflación anual del IPC, el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Igal Magendzo señala que esta incidencia es de un 0,14%, que es la diferencia de lo que se tenía proyectado con lo que ocurrió efectivamente. Agrega, que el pan explica gran parte de lo que está ocurriendo, ya que tiene la mayor ponderación. En todo caso, menciona que en la proyección que se tiene todos estos ítems continúa subiendo y su incidencia sobre el IPCX1 es creciente en el horizonte de proyecciones de corto plazo.

El Consejero señor Manuel Marfán sugiere que se pudiera alargar la serie hacia atrás, ya que tiene la impresión que el aumento del período 2003 tiene mucho que ver con el tipo de cambio y también con la caída de éste.

El Consejero señor Jorge Desormeaux señala que es un poco escéptico sobre esta materia, porque no se trata de un *shock* de oferta por un problema climático, que típicamente es transitorio, sino que en su opinión el problema pasa por la historia del maíz en su uso como biocombustible, lo cual tendrá mucha incidencia con el nivel que mantenga el precio del petróleo. En efecto, si éste se mantiene elevado y esto se mantiene rentable, podemos tener un cambio más permanente del maíz, que es un importante insumo en la producción de huevos, carnes de cerdo e incluso de carnes rojas.

El Consejero señor Manuel Marfán, sobre el mismo tema señala que en su parecer la sustitución por biocombustible en Estados Unidos de América, en donde se está utilizando el maíz, no sería necesariamente un fenómeno que debiera repercutir a escala internacional, ya que ese país tiene cerrado el comercio exterior, y son autárquicos en la producción de combustibles y además exportadores de maíz. Por consiguiente, en su opinión, lo más que podría ocurrir es que exporten a precios muy bajos, menores a lo que constituye la producción interna, pero ellos tienen declarado este bien en la OMC desde hace tiempo, puesto que lo que hacen es vender en los mercados internacionales los excedentes de su producción. En todo caso, cree que la situación de Estados Unidos de América no se puede extrapolar para el resto del mundo.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Vicepresidente señor José De Gregorio señala que si este fuera un precedente nacional, para hacer un simil lo observaría. Agrega que lo que dice el gráfico es que el precio relativo de estos bienes ha subido y en esto puede pensarse que la respuesta es climática o que hay respuestas también de oferta, que es una alternativa. La otra alternativa es que simplemente es un fenómeno que más menos dura lo que este cambio de precio relativo se normaliza o es negativo.

Sobre el mismo punto, el Presidente señor Vittorio Corbo señala que hay que observar el precio del petróleo; qué está pasando con el precio internacional; qué sucede con el efecto de esto en el precio interno y ello hay que estudiarlo y tener supuestos alternativos de precios internacionales, como se hace para el petróleo.

El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés señala que quiere informar que se está adelantando en este tema y existen varias estrategias distintas a seguir y sin duda piensa que es un tema muy importante para el IPoM.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que le parece muy importante la decisión de hoy. Señala que tiene la impresión que lo que se está presentado en esta ocasión, constituye una especie de escenario central que evoluciona y por eso tiene riesgos. En su opinión, le parece que en todo caso el riesgo es a la baja.

El Consejero señor Jorge Desormeaux, indica que un aspecto que no se ha mencionado en el análisis y que puede ser porque no tiene ninguna incidencia, es si la instalación del Plan Transantiago va a tener algún efecto en la productividad, en el crecimiento esperado, o se está suponiendo que el efecto va a ser no significativo.

El Gerente de Estudios señor Rodrigo Valdés, sobre este mismo tema, señala que la percepción que tiene hasta la fecha, es que las estadísticas no capturan mucho de esta acción, ya que el servicio se sigue prestando, porque la gente se sigue transportando igual.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Esteban Jadresic señala que al analizar los datos que se han mostrado hay que tener cuidado con descontar demasiado al mirar los salarios y las remuneraciones. Agrega, que efectivamente el tema del INE y las discrepancias que generan los problemas de interpretación de esos datos, pero la información de la Asociación Chilena de Seguridad, que se ha usado como indicador, ayudan a analizar estos temas.

El Consejero señor Manuel Marfán menciona que en las Reuniones de Política Monetaria anteriores ha existido una preocupación por riesgos que se disipan. En primer lugar, el IPCX1 por un asunto de los buses interurbanos que motivó una decisión en cierta dirección por ese riesgo; posteriormente fue el Índice de Remuneraciones, pero que ahora se tiene la impresión de que existe una serie de problemas estadísticos y que, por lo tanto, no habría que considerar esos datos y finalmente el IPC de transables versus no transables, o en su versión nueva de bienes versus servicios, y eso se revirtió.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En consecuencia, tiene la impresión que así como en su momento se ponderaron esos riesgos, cada uno en su medida, y también él lo hizo en su voto, es importante señalar que muchos de ellos se disiparon o se aclararon. Con lo anterior no quiere señalar que no existieran, pero le complica que siempre aparece un riesgo nuevo y al final, siempre sucede que en el IPC existen algunos precios que suben sobre el promedio. Por tanto, si siempre se observan esos riesgos, obviamente se tiene una percepción que puede ser sesgada.

El Presidente señor Vittorio Corbo, sobre el particular, comenta que la ponderación de los riesgos es un tema que analizan todos los Consejeros y el staff, pero también han aparecido otros temas nuevos y cada uno tiene en su mente cuánta persistencia pueden tener.

El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés quiere hacer presente que el tema de los buses interurbanos nunca fue considerado un riesgo en el escenario central. Cree que lo que puede llevar a esta situación es que la frecuencia de la Reunión de Política Monetaria es muy seguida.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Igal Magendzo señala que puede dar la seguridad que el staff es muy insesgado y que se identifican riesgos en ambos sentidos; y que también se han ido descartando en la medida que se analizan, y que se presentan transparentemente.

El Consejero señor Manuel Marfán indica que no está haciendo una imputación al staff, ya que él mismo puso estos riesgos al momento de efectuar su votación. Lo que está señalando es que él tiene una cierta forma de ver las cosas. Agrega que en cada una de las últimas reuniones de política monetaria se han incluido nuevos indicadores; en consecuencia, cada vez ese indicador es por un nuevo riesgo en una dirección que siempre es la misma.

Menciona que en esta reunión precisamente discutió el tema de los alimentos, porque efectivamente cree que existe un riesgo y que puede o no influir en su voto, pero a la sesión siguiente desaparece. Entonces, cuando se empiezan a tener demasiadas observaciones seguidas en un mismo sentido, cree que hay que pensar que hay algo más estructural en esta situación.

El Presidente señor Vittorio Corbo comenta que si se lee la Minuta de la Reserva Federal del día de ayer, observa que esta Institución tiene problemas muy parecidos a los nuestros, ya que están preocupados si la inflación se va a desacelerar o no. Indica que ahora omiten aspectos que estaban en la Minuta anterior y, en consecuencia, están en un ciclo muy parecido al nuestro.

El Presidente, señor Vittorio Corbo, suspende la Sesión a las 13.45 horas e informa que la misma se reanudará a las 16:00 horas.

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 106.

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

El señor Gerente de División mencionado informa que en la reunión de política monetaria de marzo, el Consejo acordó, por tres votos contra dos, mantener la tasa de interés de política monetaria en 5% anual, luego de igual decisión en febrero. Señala que en la decisión se consideró, entre otros elementos, la mayor volatilidad y los ajustes de los precios de distintos activos observados en los mercados financieros internacionales. Se estimó, además, que había un aumento gradual del dinamismo de la actividad interna, en línea con lo previsto en el último *IPoM*, mientras la inflación anual del IPCX1, que había estado algo por encima de la proyectada, se estaba moderando. Indica el Gerente de División Estudios que en la decisión de mayoría se hizo especial hincapié en algunos riesgos al alza para la inflación, incluyendo el mayor precio internacional del petróleo y de los granos, la evolución de la inflación de servicios, y no transables, y la discrepancia entre los indicadores salariales Índice de Remuneraciones por Hora y Costo de la mano de obra total. En la votación de minoría se consideró que el escenario base del *IPoM* era válido y que también había riesgos a la baja para la inflación, como el nivel que alcanzaban las expectativas de inflación del mercado financiero, en particular la CI 1 en 1, y la reducida inflación anual que se espera para el tercer trimestre. Señala el señor Valdés que el comunicado entregó un sesgo para la política futura al establecer que "de atenuarse los riesgos inflacionarios y consolidarse el escenario central del último *IPoM*, en los meses siguientes podría requerirse un impulso monetario algo mayor".

Desde la reunión anterior, las principales novedades son las siguientes:

- En el lado externo, el escenario continúa favorable, y se ha disipado el episodio de mayor volatilidad y correcciones de precios relevantes en los mercados financieros. En Estados Unidos de América se han atenuado y postergado las expectativas del mercado sobre rebajas de tasas de interés por parte de la Reserva Federal. En Europa y Japón se mantienen las expectativas de alza de tasas.
- Menciona el señor Valdés que el precio del cobre ha vuelto a subir de manera considerable, más de US\$ 0,6 por libra desde la última reunión, hasta sobre US\$ 3,5, el mes pasado el aumento fue de 40 centavos. Con ello se ubica muy por encima del valor proyectado en el escenario central de enero. El precio del petróleo también ha mostrado un aumento, aunque más moderado, y se ubica sobre lo proyectado. El precio de la gasolina ha subido más que el del petróleo.
- Internamente, en el mercado financiero continúa la aceleración de los agregados monetarios. El crecimiento del crédito, por el contrario, no siguió acelerándose y se atenúa en el caso del consumo. El tipo de cambio se ha mantenido. Los mercados y analistas asignan una baja probabilidad a un nuevo recorte de la Tasa de Política Monetaria.
- La actividad continúa aumentando su dinamismo en forma gradual, bastante en línea con el escenario del *IPoM*.



BANCO CENTRAL DE CHILE

- Agrega el Gerente de División que la inflación de marzo estuvo dentro de lo proyectado en la reunión anterior, aunque con menor IPCX1 y mayor precio de alimentos. Con ello, el IPC se ubica muy cerca de lo proyectado en el *IPoM*, con algo más de IPCX1, por mayores precios de alimentos, aparentemente por el efecto del mayor precio internacional de los granos, y con un mayor precio de combustibles, ambos compensados por la reducción de tarifas asociadas a Transantiago. Las perspectivas de inflación de corto plazo son algo mayores que las consideradas en el escenario base del *IPoM*, en particular en el caso de la subyacente IPCX1.
- Hace presente el Gerente de División Estudios que el ritmo de creación de empleos volvió a intensificarse en el último mes. Los costos de la mano de obra total siguen contenidos, mientras la tasa de crecimiento de los Índices de Remuneraciones por Hora sigue aumentando. El análisis preliminar de los microdatos indica que la discrepancia IREM/CMO podría reflejar sólo ruido estadístico.
- Las expectativas de inflación de mediano y de largo plazo, a más de dos años, se ubican en torno a 3%.

Menciona el señor Valdés que con los antecedentes disponibles, las opciones más plausibles para esta reunión son disminuir la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base, o mantenerla en su nivel actual.

El principal argumento para disminuir la Tasa de Política Monetaria hoy, al igual que los dos meses anteriores, es el escenario central de proyecciones considerado en el último *Informe*. Una menor Tasa de Política Monetaria permite adelantar el cierre de brechas de inflación, respecto de 3%, y de actividad, respecto del PIB tendencial, que considera ese escenario. Se puede justificar disminuir la Tasa de Política Monetaria en la medida en que se estime que la economía está evolucionando en línea con ese escenario central. Indica el Gerente de División que los resultados de la inflación IPC y la expectativa de crecimiento del PIB a marzo son, en principio, coherentes con ese diagnóstico. En particular, cabe mencionar que por segundo mes la inflación subyacente IPCX1 modera sorpresas al alza de meses anteriores, lo que en principio fortalece el escenario central. A este argumento, basado en el escenario central del *IPoM*, se agrega el cese de la volatilidad en los mercados financieros internacionales, elemento considerado en la reunión anterior como uno de los argumentos para no disminuir la Tasa de Política Monetaria.

El principal argumento para mantener la Tasa de Política Monetaria en esta oportunidad se basa en que, si bien la inflación y la actividad son hasta ahora coherentes con el escenario central, hay aspectos en la evaluación de la marcha de la economía y *shocks* específicos que, en principio, modifican algo al alza las perspectivas de inflación. En particular, el aumento del precio de los alimentos, que se refleja en un mayor IPCX1 efectivo y esperado, así como el mayor precio de derivados del petróleo, elevan la proyección de inflación de corto plazo, lo que resulta más notorio si se excluye el efecto que tuvo la puesta en marcha del Transantiago. Señala que el comportamiento de las medidas de tendencia inflacionaria es también coherente con esta evaluación. Estas novedades no modifican de manera radical el escenario central, que considera holguras por algunos trimestres, pero, si se estima que ellas son persistentes, son de una magnitud tal que podría justificar mantener la Tasa de Política Monetaria en espera de una actualización de este escenario.

Además de las consideraciones anteriores, señala el Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés que hay factores de riesgo que pueden ser relevantes en la evaluación de las opciones, algunos de los cuales se discutieron en la última reunión. En efecto, la inflación podría ser más baja que en el escenario central, en la medida en que se



## BANCO CENTRAL DE CHILE

reduzcan las expectativas de inflación a partir de la baja inflación anual proyectada para el tercer trimestre. Asimismo, los costos laborales unitarios han evolucionado por debajo de lo esperado. A esto cabe sumar la posibilidad de que se dé una reversión o, alternativamente, un efecto contractivo en el mayor precio de los granos y del petróleo. El alza de estos últimos es básicamente un *shock* de costos o de oferta, con sus implicancias habituales.

Por su parte, indica el señor Valdés que los principales riesgos al alza para la inflación que siguen vigentes son la relativamente mayor inflación de servicios respecto de la de bienes, el mayor crecimiento que siguen mostrando los agregados monetarios y la posibilidad de un traspaso más intenso al mercado interno del mayor precio internacional de los granos.

También cabe señalar que se han atenuado un par de elementos de riesgo analizados hace un mes. Por un lado, el riesgo que imponía una muy reducida compensación inflacionaria a un año plazo, en un año más se ha tendido a disipar con su aumento reciente. Por el otro, si bien continúan como un foco de atención las posibles implicancias del mayor crecimiento del índice de remuneraciones, cabe señalar que el escenario central contempla una mayor tasa de crecimiento de los costos laborales nominales y que, como se mencionó, el análisis preliminar de los microdatos indica que la discrepancia IREM/CMO podría ser no ser especialmente informativa.

Por último, cabe destacar que una mayoría relativa del mercado espera que se mantenga la Tasa de Política Monetaria en esta reunión, por lo que cabe esperar cambios acotados en los precios financieros clave si se decide por esta opción. Con todo, una minoría sí espera un recorte, tal vez reflejando el sesgo implícito del último comunicado.

El Presidente señor Vittorio Corbo ofrece la palabra para comentarios.

El Gerente de División Política Financiera señor Pablo García señala que comparte la opinión de la Gerencia de División Estudios en el sentido que nuevamente las opciones más plausibles son la mantención o una reducción de 25 puntos base en la Tasa de Política Monetaria. Como la cuantificación de las implicancias de las noticias mes a mes es bastante difícil y hubo un *caveat* respecto a tomar literalmente las proyecciones presentadas el último martes; cree conveniente tomar una perspectiva algo más larga para evaluar si el ajuste monetario iniciado en septiembre del año pasado ha sido suficiente para afrontar el cambio de panorama inflacionario.

Indica que en primer lugar, el cambio en perspectivas de inflación ha sido de alrededor de 100 puntos base, tomando mediados de este año como pivote. Aunque efectivamente frente a esto la Tasa de Política Monetaria se ha reducido solo en 25 puntos base, el ajuste de expectativas de mercado ha sido sustancialmente mayor, del orden de 100 a 150 puntos base, tomando de nuevo como pivote la Tasa de Política Monetaria de julio del año 2007 esperada ahora y hace seis-nueves meses, donde un margen de +/- 25 puntos base claramente está dentro de las incertidumbres estadísticas. Consulta si es este ajuste el que corresponde dada la magnitud del *shock*. Manifiesta el señor García que no parece diferir de manera significativa, justamente dadas esas incertidumbres.

En segundo lugar, el Gerente de División Política Financiera opina que esto es así principalmente debido a que el escenario de crecimiento económico proyectado desde ese mismo período ha sido notablemente acertado, tema que al menos en su caso revestía dudas suficientes como para actuar de forma preventiva a principios de año frente a riesgos de una desaceleración significativa de la actividad. Por ello, indica el señor García que el significativo



BANCO CENTRAL DE CHILE

*shock* de oferta desinflacionario que se ha experimentado no se vio sucedido por *shocks* de demanda que ameritaran acciones de política más agresivas.

En este contexto, se pregunta cuáles son las implicancias para la decisión de hoy. Dada la notable incertidumbre que rodea a las implicancias de los *shocks* de oferta, y la dividida opinión de los analistas, estima que tomar una u otra opción sea probablemente equivalente. Lo que sí cree que es pertinente es darle un carácter más neutral al comunicado, por dos razones: una, que se está a un mes de un *IPoM*; dos, que no le queda claro porqué los riesgos de oferta adicionalmente mencionados se compensan con proyecciones alternativas de *IPCX1* que pueden llevar esta inflación a cifras en torno a un punto por debajo de la proyección de corto plazo en un horizonte corto.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Esteban Jadresic manifiesta que esta reunión la ve bastante similar a la anterior.

Indica que las opciones relevantes siguen siendo mantener o bajar la Tasa de Política Monetaria. La evaluación no es nada fácil y a su juicio la similitud más importante es que la decisión debe tomarse sobre la base de si uno le cree más al escenario central que se proyectaba para el antiguo *IPoM* de enero, o si uno pondera relativamente más el riesgo al alza de la inflación y por ello prefiere seguir esperando por si se valida o no el escenario central. Indica el señor Jadresic que tomando una perspectiva más larga, sin irse a septiembre, sino que hasta enero, cree que en esa evaluación es importante aclarar o tener bien claro, que el escenario central para actividad e inflación que ha presentado la Gerencia de División Estudios y que se ha estado discutiendo para el corto plazo, sigue siendo muy similar a lo que se contemplaba en el *IPoM* de enero, porque se hace la comparación respecto a las proyecciones que se tenían hace un mes atrás y ahí había un alza en las expectativas de inflación de corto plazo, como también respecto de la actividad, pero si se hacen las comparaciones con el *IPoM*, se encuentra que las diferencias son bastante menores. Explica el señor Jadresic que en el caso del *IPC*, las proyecciones a junio contemplan una revisión de una décima hacia el alza para la inflación anual. En el caso del producto, para el primer trimestre se está hablando de una proyección que ahora es dos décimas menores a lo que se proyectaba en el *IPoM*. Indica que no se refiere a las proyecciones de PIB para el segundo trimestre porque si bien hay una revisión importante de febrero a la fecha, para el *IPoM* no se tenían proyecciones todavía del segundo trimestre. En este contexto, comparte ese escenario central para el corto plazo que es muy apegado a lo que estaba en el *IPoM*. Señala que lo importante es revisar cómo han evolucionado los riesgos respecto a ese escenario central y respecto a lo que se discutía en la reunión anterior y a la luz de qué es lo que ha pasado con otras variables en la economía. El Gerente de División Operaciones Financiera cree que en esa evaluación hay dos riesgos para lados distintos, que cree se han atenuado sustancialmente desde el último mes, siendo uno de ellos el riesgo relacionado con el comportamiento de las remuneraciones. Indica que se ha observado que en el caso del Instituto Nacional de Estadísticas hay temas estadísticos involucrados en estos dos índices, pero como mencionó en la mañana, el otro indicador correspondiente a la Asociación Chilena de Seguridad y que fue importante para las discusiones previas, ha mostrado una caída en doce meses, ya que estaba en 6% en doce meses al mes de enero y en febrero cayó a 5,6%. Entonces, señala que hubo una atenuación que podría preocupar, por las presiones inflacionarias por ese lado. Indica el señor Jadresic que también se ve que en el tema de los precios de servicios y no transables, siguen habiendo brechas, las que no han disminuido y han caído en el margen.

Por otro lado, señala el señor Jadresic desde el punto de vista del riesgo en la dirección opuesta, que una de las cosas que preocupaba en ese momento, eran las expectativas de inflación de los mercados, de los analistas y del mercado, respecto a la inflación

24





BANCO CENTRAL DE CHILE

anual en dos años más, que estaba bastante por debajo de la meta del 3% y ahora se ha acercado y está bastante cerca. Por lo tanto, en su opinión, existen dos riesgos con signos distintos que se han atenuado y, en este contexto, cree que en la lista de riesgos que se puede mencionar entre los más relevantes que se mantienen o persisten, existe uno que se ha discutido ampliamente que es el riesgo inflacionario que viene del precio de los alimentos, asociado al precio de los granos, y también el riesgo correspondiente al precio de los combustibles. Manifiesta el señor Gerente de División Operaciones Financieras que dicho riesgo es importante y hay que monitorearlo, pero tampoco hay que exagerar y aquí comparte la opinión del Gerente de División Política Financiera señor Pablo García, en el sentido que éste es un *shock* de oferta y no un *shock* de demanda, y que además se tiene alguna experiencia con estos *shock* de ofertas. Por lo tanto, si bien hay alguna incertidumbre, se sabe que ellos no reflejan disminución de holguras de capacidad y más probablemente poco efecto de riesgo inflacionario persistente. Indica el señor Jadresic que lo anterior sí tiene riesgo inflacionario, principalmente en la medida que las altas inflaciones producto de ellos pueden llevar a un desanclaje en las expectativas de inflación. Señala que es un tema que ha sido preocupación en el Banco Central de Chile por mucho tiempo y ha llevado a tomar medidas de política. Sin embargo, hoy no vemos que haya un riesgo de desanclaje de expectativas y si se mira y se proyecta un poco más hacia adelante, se sigue proyectando que hacia mediados de año se va a tener, con una alta probabilidad, una inflación anual por debajo del piso de la banda y ahí viene el otro riesgo de desanclaje que va en la dirección opuesta. Manifiesta que en ese contexto, a su juicio y bien en el margen, como señaló al comienzo, es una decisión muy difícil. Cree que la economía sigue operando en línea con lo proyectado y que se sigue justificando una reducción en los términos que se contemplaba y, en caso de no hacerlo, estima que habría que mantener el sesgo que ya se ha anunciado, de tal manera de poder seguir mirando cómo evolucionan las variables claves y los riesgos asociados.

El Gerente de Mercados Financieros Nacionales señor Beltrán De Ramón señala que en la Reunión de Política Monetaria de marzo recomendó al Consejo bajar la Tasa de Política Monetaria.

Señala que si bien en esa oportunidad había atisbos de una incipiente reversión de las medias podadas, entre otras, la trayectoria que estaba tomando la inflación a doce meses, bajaría del 1% a junio del año 2007, y un crecimiento moderado inclinaba la balanza hacia una baja de la Tasa de Política Monetaria. Asimismo, las expectativas de 12 a 24 meses estaban en 2,4%.

Además, manifestó el señor De Ramón que una inflación negativa en febrero, hacía aconsejable adoptar, por razones tácticas, esta decisión de marzo, considerando el riesgo de que la inflación comenzara a acelerarse. Manifiesta el Gerente de Mercados Financieros Nacionales que su mayor preocupación era ser coherente con el escenario del *IPoM* de enero y ser capaces de entregar información que pudiese ser bien interpretada por los agentes y por el público en general. Por tanto, señala el señor Gerente, que desde esa fecha el mercado ha empezado a leernos mejor y entiende que esta coyuntura es particularmente difícil, ya que están abiertas todas las opciones: comentarios de mercado; volatilidad de Estudios 4% - 5%. En ese sentido, cree que la credibilidad del Banco Central de Chile está intacta y eso es muy importante.

Hace presente el Gerente de Mercados Financieros Nacionales que en su opinión, el escenario central del *IPoM* no ha ido perdiendo validez en crecimiento. Sin embargo, la inflación se irá en el escenario más probable, hacia el 3% de aquí a doce meses. Aunque también es probable que lo anterior no suceda y ésta se mantenga en un rango de 2 a 2,5%. Manifiesta que el sólido crecimiento de enero y febrero que probablemente se puede repetir en



BANCO CENTRAL DE CHILE

marzo augura un cierre de brechas un poco más rápido de lo que se esperaba, y eso es lo más robusto que tiene el escenario central del *IPoM*.

El señor Beltrán De Ramón manifiesta que dados los antecedentes anteriores y aunque el escenario de bajas futuras se mantiene, en esta ocasión recomienda mantener la Tasa de Política Monetaria y esperar una o dos reuniones más para recabar nuevos antecedentes.

Por último, señala el señor Gerente que esto debería quedar reflejado en el comunicado, indicando que todas las alternativas están abiertas de aquí en adelante.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco señala que quiere hacer un comentario metodológico, relacionado con el peso que se le da al valor esperado y a la varianza en torno a ese valor para la inflación y también para la actividad. Indica el señor Ministro, que cuando se construye el escenario central, esencialmente se está construyendo un valor esperado y cuando se habla de riesgo, se está hablando de cosas que pueden ocurrir en torno a ese valor esperado. Agrega, que dada esta forma de operar, la que comparte y que le parece perfectamente sensata, tiene dos temores acerca de cómo se ha razonado o cómo se ha dado la discusión en esta reunión. El primero, tiene que ver con cuánta importancia se le da a uno versus el otro. Señala que en esto no hay ninguna regla, pero su intuición le indica que por algo el escenario central es central, o para decirlo en jerga más técnica, que el valor esperado es el asunto central y que los temores que se puedan tener en torno a lo que pasa alrededor de ese escenario central, es un asunto más secundario.

Hace presente el señor Ministro, que el segundo punto metodológico tiene que ver con el mecanismo mediante el cual se identifican aquellas cosas que pueden ser riesgos, ya que la cantidad de factores que pueden incidir en lo que ocurre en la inflación es esencialmente infinita y lo que se hace en estas discusiones, es identificar tres o cuatro. Indica que él no tiene forma de saber cuál fue el mecanismo que se utilizó para elegir esos tres o cuatro factores, del número arbitrariamente grande que pueden existir. Asimismo, señala el señor Ministro de Hacienda, que no quiere decir con lo anterior que tenga la sospecha de que necesariamente haya un sesgo, pero sí le gustaría tener la metodología sobre la mesa. Agrega que, del universo de riesgo que incluía veintisiete factores, por alguna razón se han seleccionado para poner en los *slides* y en la discusión, solamente cinco que son los más pertinentes, ya que de otra manera no se tiene cómo sopesar uno versus los otros. Por ejemplo, indica que se mencionaba el posible impacto del tipo de cambio y ese es un riesgo. Se pregunta el señor Ministro por qué ese riesgo está en esta discusión y no en la anterior. Le parece que en su opinión, se necesita un análisis más sistemático, porque de otro modo le da la sensación de que se trataría de pura casuística, ya que un mes son los granos, otro la leche, el siguiente el café o los transables versus no transables, y puede que esos sean todos los factores a considerar. Comenta el señor Ministro que por definición, se trata de una canasta de factores y si no existe esa canasta, no se conoce qué peso asignarle a cada uno los factores y, por lo tanto, queda la sensación de que es un análisis incompleto.

Además, el señor Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco señala que, de la lectura de los datos y de las minutas respectivas, se concluye que no ha pasado demasiado en el último mes en cuanto a actividad e inflación y que, si se emitiera un juicio sobre si los riesgos de inflación se materializaron o no, al menos su lectura es que más bien no se materializaron, más allá de lo que haya ocurrido con el *IPCX1* y el asunto del precio de los alimentos. Agrega que, dado lo anterior y considerando la Minuta de la reunión pasada, que contemplaba que podía requerirse un impulso monetario algo mayor si este escenario continuaba verificándose, a

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

su parecer, se trataría más o menos del mismo juicio anterior y por tanto, si el argumento es a favor de la mantención, por lo menos extrañaría algunos elementos adicionales.

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

El Consejero señor Enrique Marshall, agradece al staff el material preparado para esta Reunión de Política Monetaria.

Señala el señor Consejero, que las decisiones de política monetaria de los últimos meses han sido complejas y la que enfrentamos hoy no es distinta.

Agrega, que las cifras conocidas en los últimos meses en materia de inflación y actividad han estado bastante en línea con nuestro escenario central. Sin embargo, han surgido antecedentes que modifican en alguna medida la evaluación de la marcha de la economía hacia delante.

En el frente externo, los commodities han deparado noticias importantes. El petróleo y sus derivados han seguido una trayectoria por sobre lo esperado a principios de año; en tanto, el precio del cobre ha subido bruscamente, alcanzando niveles que no se veían desde el año pasado.

Señala el señor Consejero que en materia de actividad, las perspectivas de crecimiento global siguen siendo muy auspiciosas, particularmente para nuestros socios comerciales. Indica que se destaca el buen comportamiento de Europa, Japón y el Asia emergente, lo que ha compensado con creces la desaceleración económica de los Estados Unidos. Sin embargo, la trayectoria futura de la economía norteamericana sigue planteando incertidumbres. Menciona que, si bien el ajuste del sector inmobiliario permanece acotado, persisten dudas sobre sus posibles efectos sobre otros sectores internos y en otras regiones del mundo.

Los mercados financieros se han normalizado después de las últimas turbulencias. Los premios por riesgo de las economías emergentes se han comprimido nuevamente y las bolsas han vuelto a mostrar índices positivos.

Indica que en los países desarrollados, la inflación se reafirma como una materia de especial preocupación y ello tiene un reflejo en los mercados financieros.

Por otra parte, señala el Consejero señor Marshall que, en el frente interno las cifras conocidas en los primeros meses confirman una recuperación gradual de la actividad y una inflación contenida, pero con señales que llevan a visualizar una trayectoria hacia delante algo más alta que la esperada en meses anteriores. Los agregados monetarios y crediticios siguen mostrando altas tasas de expansión. Los primeros incluso se han acelerado en estos últimos meses. Las colocaciones, en cambio, vuelven a mostrar alguna moderación en sus tasas de crecimiento.

Los rendimientos de los títulos nominales del Banco Central de Chile subieron levemente, en tanto los rendimientos de los títulos reajustables bajaron por movimientos en las expectativas de inflación. Como resultado, la compensación inflacionaria para plazos cortos se aproximó al 3%.

24



## BANCO CENTRAL DE CHILE

El tipo de cambio ha permanecido bastante estable. La bolsa se ha recuperado y ha vuelto a mostrar índices positivos. Las cifras de demanda y actividad no han tenido cambios apreciables respecto de lo proyectado a principios de año y las principales incertidumbres hacia delante se relacionan con la fuerza relativa que tendrá la inversión y con la evolución del sector industrial.

Hace presente el Consejero señor Marshall que en el mercado laboral, se reafirma la tendencia al crecimiento del empleo y, en particular, de su componente asalariado. La tasa de participación revierte la tendencia a la baja observada en meses anteriores y la tasa de desocupación sube en el margen. Por su parte, los costos laborales han seguido creciendo en forma moderada.

Comenta el señor Consejero que en materia de inflación, las cifras del primer trimestre muestran algo más de inflación subyacente, básicamente, por un aumento en el precio de los alimentos. Las cifras muestran también algo menos de inflación total, debido al efecto producido por las nuevas tarifas del transporte público.

Las proyecciones de corto plazo se han ajustado al alza por el aumento del precio de los alimentos y de los combustibles y las expectativas de inflación de largo plazo siguen bien ancladas en tomo a la meta.

Hace presente el señor Marshall que para la decisión de esta reunión, las expectativas de mercado están divididas. Sin embargo, la mayoría espera que la tasa permanezca en su actual nivel.

Indica que considerando todos estos antecedentes, le parece que la opción más adecuada es mantener la tasa de interés en su actual nivel.

Agrega que si bien nuestro escenario contemplaba la posibilidad de uno o dos recortes adicionales, las decisiones futuras quedaron supeditadas a la evaluación de los antecedentes que se fuesen acumulando.

Indica también que resulta cierto que las cifras de actividad e inflación de los primeros meses han estado bastante alineadas con lo anticipado. Piensa que ello podría interpretarse como una validación del escenario base y servir de apoyo a la opción de introducir nuevos ajustes a la tasa de interés.

Sin embargo, menciona que dos observaciones le parecen pertinentes en relación con este punto. Lo primero, que el escenario base ha sufrido algunas modificaciones; las proyecciones de inflación elaboradas con los nuevos antecedentes son más altas que las anteriores y aparecen sesgadas al alza; los cambios no son demasiado grandes, pero sí resultan suficientes como para reevaluar la conveniencia de un ajuste más bien pequeño, de 25 puntos base. Lo segundo, una parte importante del ajuste contemplado en nuestro escenario central ya se produjo con la rebaja de la Tasa de Política Monetaria en enero pasado y, muy especialmente, con la reacción posterior del mercado, que introdujo ajustes significativos a lo largo de toda la curva de rendimientos. Agrega que estas correcciones se aprecian mejor, si se tienen en cuenta los cambios en expectativas y de tasas que ya se habían producido a fines del año pasado. Indica el señor Consejero que todo ello es para señalar que la decisión de mantener la tasa no debe ser visto como algo incongruente con el escenario central ni menos con el supuesto de trayectoria para la Tasa de Política Monetaria que se entregó en el Informe de Política Monetaria de enero y que en buena medida se ha dado.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Le parece que, en todo caso, independientemente de la decisión que se adopte en esta reunión, se debe prestar mucha atención al comunicado que se entregará al mercado, considerando la complejidad del mismo, las incertidumbres presentes y la sensibilidad que han mostrado los agentes a los mensajes que se han emitido en estos meses.

En suma, el Consejero señor Enrique Marshall indica que su voto es por mantener la tasa de política monetaria en 5,0%.

El Consejero señor Manuel Marfán, señala que como es habitual agradece el análisis del staff.

Agrega que en lo externo, las noticias más relevantes desde la última reunión de política monetaria han sido el repunte en el precio del cobre y en menor medida, un precio del petróleo algo mayor. También señala, que se tiene una percepción de menor riesgo para la actividad mundial, pero mayor para la inflación de las economías más desarrolladas.

Señala el Consejero señor Marfán que quiere efectuar algunos comentarios que le merece el escenario externo presentado y que son los siguientes: con la regla fiscal actual, la economía chilena es más resiliente a vaivenes en el precio internacional del cobre; con el esquema de metas de inflación también hay más seguros para que un mayor precio del petróleo se traduzca en presiones inflacionarias internas más acotadas.

Agrega que en los antecedentes de esta reunión, se mencionó que el *crack spread* de la gasolina ha aumentado a niveles por sobre lo normal, pero la vivencia histórica hace pensar que se trata de algo que se disipará antes del fin del horizonte habitual de política. Por último, indica el señor Consejero que, respecto del alza en el precio de los granos en los Estados Unidos de América y sus socios del Nafta, especialmente del maíz, provocada por una mayor demanda para biocombustible, le parece que aún faltan análisis para saber si se trata de un fenómeno que tendría alguna duración sólo en esos mercados, o si también se traducirá en una presión de mayor duración sobre el precio internacional relevante para Chile. Señala que su opinión personal preliminar es que, en lo relevante para Chile, se trata de un fenómeno que se despejará antes del próximo año e insiste que es un tema que requiere de mayor análisis.

Asimismo, menciona el señor Consejero que en lo interno, se han tendido a disipar los riesgos de inflación detectados en reuniones anteriores. Indica que respecto del aumento mayor del Índice de Remuneraciones, aunque éste persiste, no se puede descartar que se trate de un fenómeno estadístico más que económico. También cree que la brecha entre la inflación de bienes y la de servicios está más cerrada. Agrega que hoy surge, sin embargo un nuevo riesgo, consistente en la inflación de los alimentos contenidos en el IPCX1 que excluye los más volátiles. Hace presente que la hipótesis del staff es que ésta sería consecuencia del mayor precio internacional de los granos en sus efectos directos e indirectos. En consecuencia, el escenario que se nos propone de corto plazo, por lo tanto, es que se materializaría una mayor inflación por este solo efecto, ya que la proyección de corto plazo así lo contempla. Señala el señor Consejero que hay que considerar que el riesgo es que no se materialice y por lo tanto, el sesgo es a una menor inflación por este efecto, ya que estamos suponiendo que el efecto que se daría es respecto de la proyección de corto plazo que se presentó aquí y no respecto de la del escenario central que no contemplaba esta mayor inflación de alimentos. Insiste, sin embargo, que respecto de los granos es necesario un análisis más acabado para evaluar si se trata de un fenómeno que tendrá o no una persistencia preocupante en lo relevante para Chile. Con todo, señala que hay un riesgo inflacionario relevante y que de todas maneras, se trataría de un *shock* de oferta frente al cual la respuesta



## BANCO CENTRAL DE CHILE

de la política monetaria es menos evidente. En lo demás, señala que habiendo observado el escenario externo y el interno, en su opinión, se tiende a confirmar el escenario central.

Por otra parte, menciona que la aparición de un nuevo riesgo inflacionario en cada Reunión de Política Monetaria, mientras se disipan los de las reuniones previas, no deja de ser preocupante. Agrega el Consejero señor Marfán que su instinto es que su voto en las sesiones anteriores ha sido correcto y declara que sigue pensando que el escenario más probable es con una inflación menor a la que espera el mercado en el horizonte habitual de política. Indica que se está, sin embargo, a un mes de culminar la revisión del escenario central a propósito del próximo Informe de Política Monetaria. También le parece que es inconveniente perpetuar las diferencias al interior del Consejo, por legítimas que éstas sean, y especialmente cuando se trata de temas de menor importancia, como son solamente 25 puntos base de la tasa de interés.

Por estas razones, en esta oportunidad, quiere que su voto se sume a la mayoría, aún cuando su instinto es que el escenario central del Informe de Política Monetaria de enero sigue siendo el más relevante. Por último señala que también desearía que, en esta oportunidad, el comunicado vaya sin sesgo, porque no tiene sentido que vaya con sesgo cuando en realidad no lo hay.

El Consejero señor Jorge Desormeaux, señala que quiere agradecer también, el valioso apoyo que se ha recibido de la Gerencia de División Estudios para esta reunión.

Indica que en la Reunión de Política Monetaria de marzo pasado se resolvió, por una mayoría relativa del Consejo, la mantención de la tasa de política monetaria. Comenta que el voto de mayoría consideró que, si bien la información disponible sobre actividad e inflación era concordante con el escenario central de proyecciones del último Informe de Política Monetaria, había crecido el riesgo de que la inflación futura se ubicara por encima de lo proyectado. Señala el Consejero señor Desormeaux que el mayor precio del petróleo y de los granos, así como la evolución de la inflación de los servicios y algunos indicadores de remuneraciones formaban parte de estos riesgos. Agrega que la información más reciente no ha contribuido a disiparlos y en ello tiene una opinión discrepante con algunos que le han precedido. Por el contrario, parte de estos riesgos se han consolidado y las proyecciones de inflación subyacente a junio de 2007, llamadas proyecciones de corto plazo, se han elevado por encima de lo proyectado en enero y marzo pasado. Esto, en su opinión, es una realidad y no una expectativa.

En el plano internacional, si bien se ha reducido la volatilidad que afectó a los mercados financieros desde marzo y las proyecciones de actividad siguen siendo favorables, los precios de los commodities se han estabilizado a niveles más elevados que los proyectados. El precio del cobre, del petróleo y sus derivados, la celulosa, la harina de pescado, el molibdeno y también los granos se han elevado. Señala que el precio de la gasolina, en particular, se ha elevado alrededor de un 20%, y que el alza que han registrado los precios de los granos amenaza con afectar a toda la cadena alimentaria que depende de él, por un período que podría ser más persistente que en el pasado. Le parece que es cierto que se trata de un *shock* de oferta, pero la persistencia del mismo está en duda.

Indica el señor Consejero que a raíz de lo anterior, la inflación subyacente IPCX1 proyectada a junio próximo contempla una variación que es medio punto superior a lo previsto en enero. Las proyecciones de otros componentes del IPC han registrado correcciones de menor intensidad, particularmente, por la incidencia de la reducción que ha experimentado la



**BANCO CENTRAL DE CHILE**

tarifa de la locomoción colectiva en relación a nuestras expectativas, pero cree que esto sin duda podría cambiar durante nuestro horizonte de proyección, debido al alza que ha experimentado también un insumo muy importante como es el petróleo diesel.

En suma, señala el Consejero señor Desormeaux, los aumentos de precios de los alimentos y de los combustibles derivados del petróleo han elevado nuestras proyecciones de corto plazo o inflación, lo que resulta más significativo si se excluye la reducción que ha experimentado la tarifa de la locomoción colectiva. Agrega que la mayoría de las medidas de inflación de tendencia corroboran esta percepción. A ello se suman otros elementos de riesgo que se abordarán en el Informe de Política Monetaria de mayo, como es la incertidumbre sobre la real dimensión de las brechas de capacidad de la economía.

En vista de estos desarrollos, cree que es prudente acumular mayores antecedentes acerca de la real persistencia de estas presiones de costos así como disponer de las proyecciones de más largo plazo, que surgirán de la elaboración del Informe de Política Monetaria de mayo antes de revisar el nivel de la tasa de política monetaria. En su opinión, ello permitirá reevaluar y actualizar nuestro escenario central.

Por lo anterior, señala que vota por la mantención de la tasa de política monetaria en su nivel actual.

El Vicepresidente señor José De Gregorio, señala que la decisión que enfrentamos hoy es particularmente compleja por dos razones. En primer lugar, cree que es necesario analizar la coherencia de la decisión de política monetaria respecto a nuestra meta de inflación. En segundo lugar, el análisis de esta reunión se ve particularmente afectado por lo que ha sido nuestra estrategia comunicacional.

Señala el señor Vicepresidente que como punto inicial, debemos analizar la evolución de la coyuntura respecto a nuestro escenario base y por sobre todo, respecto al sesgo que señalamos en nuestro último comunicado, de acuerdo al cual "de atenuarse los riesgos inflacionarios y consolidarse el escenario central del último Informe de Política Monetaria, en los meses siguientes podría requerirse un impulso monetario algo mayor". Agrega que respecto al escenario base, cabe señalar que tal como lo destaca la Gerencia de División Estudios en su síntesis del mes, "las noticias del último mes dan cuenta que en su conjunto para el primer trimestre, tanto la actividad como la inflación, se ubican en línea con lo esperado en el escenario central del Informe de Política Monetaria de enero".

Hace presente el Vicepresidente señor De Gregorio que efectivamente, con la información disponible hoy la inflación del IPC se ubica levemente por debajo de lo esperado, aunque fundamentalmente por efecto de la caída producto del Transantiago y un IPC que suma dos décimas por sobre lo proyectado, aunque revirtiendo aproximadamente la mitad de las sorpresas del IPCX1 del mes de enero.

En términos de actividad, un primer mes de enero más lento que lo previsto, fue en parte compensado por una aceleración en el mes de febrero, que hace prever que el trimestre estará en torno a lo proyectado o algunas décimas por debajo. Cree que resulta explicable entonces, la reacción de los analistas de las noticias del Imacec, quienes tenían expectativas más negativas, respecto a la evolución de la actividad durante este año y recién ahora la están subiendo. Sin embargo, los últimos registros del Imacec son coherentes con nuestro escenario base y a su vez, coherentes con nuestras proyecciones de inflación, lo cual obviamente implica que no es indicación que debamos validar las expectativas de tasa de política monetaria de los analistas.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Le parece que hacia delante, si bien se sigue previendo una inflación que estará varios meses debajo de nuestro rango meta, se espera hacia el tercer trimestre de este año, que el IPCX1 sea algunas décimas más alto que el previsto en meses previos, en particular, en el Informe de Política Monetaria, pero aún por debajo del 3%.

Menciona también que las decisiones de tasa de los últimos meses se han basado más en enfatizar los riesgos de la inflación que la predicción del escenario central y es por ello que es necesario revisar estos riesgos, que ciertamente existen, pero que se han atenuado. En primer término, la sorpresa del mes de enero se revirtió parcialmente. En segundo lugar, la discrepancia entre la inflación de bienes y servicios se ha reducido y, más aún, la revisión más cuidadosa, aunque todavía preliminar que se ha examinado durante el último mes, muestran que esto no es un fenómeno inusual y tampoco sería un buen predictor de presiones inflacionarias; y, por último, la revisión de los costos laborales muestra un descenso en los laborales unitarios y un aumento moderado en el costo de la mano de obra, que en algo, parcialmente, confirman las cifras de la Asociación Chilena de Seguridad aunque aún sin entender bien los registros del Índice de Remuneraciones.

Asimismo menciona que existen igualmente riesgos de mayor inflación. El precio del petróleo ha aumentado aunque a niveles moderados, y se observa un aumento en el precio de los granos que podría tener algún impacto sobre la inflación. Sin embargo, la evidencia muestra que estos aumentos ya estarían parcialmente absorbidos. Con todo, cabe destacar que tanto el precio del petróleo así como el precio de los granos corresponden a *shock* de costos con impacto acotado, por lo tanto, es esperable incluso en este escenario de riesgo, una reversión de su impacto inflacionario en el horizonte de política así como su propio efecto estabilizador por el lado de la actividad. Indica que más aún, es esperable que la inflación del precio de los granos no tenga una persistencia muy elevada, por cuanto se trata de bienes con mayores posibilidades de respuesta de oferta, que por ejemplo en el caso del petróleo.

Comenta el señor Vicepresidente que en materia de riesgo inflacionario, es decir, aquello distinto de la evolución tendencial en nuestro escenario central, es importante destacar los que vienen por el lado de la demanda, que impactan los costos y tienen efectos más duraderos por el lado de la inflación. A este respecto, señala el señor Vicepresidente que tal como ya señaló, por el lado de los costos laborales si algo hay es la posibilidad que resulte en una reducción de presiones inflacionarias, aunque a su juicio, no en una magnitud significativa para modificar sustancialmente el escenario base.

Por otra parte, indica que se observa cierta reducción en los márgenes del sector comercio, aunque partiendo a niveles elevados, lo que no indicaría que se están conteniendo presiones inflacionarias producto de menor rentabilidad. Agrega que esta misma evolución, es confirmada por las medidas indirectas basadas en razones de índices de precios. En consecuencia, estima que hay algunos riesgos acotados por el lado inflacionario, pero es importante enfatizar que ellos son, principalmente, factores de oferta y por el lado de la demanda son menores, probablemente balanceados a la baja. Por lo tanto, a su juicio, se estaría validando la convicción anunciada el mes pasado para permitir un mayor impulso monetario y tal vez, lo más adecuado sea bajar la tasa en 25 puntos base y alternativamente se podría mantener un sesgo expansivo. Sin embargo, le parece que sería razonable abandonar dicho sesgo por razones de realismo, si no hay una baja de la tasa de política monetaria con la evidencia que hemos acumulado hasta ahora. Agrega que no cree que en el corto plazo se tenga evidencia que pueda generar una mayoría por baja de tasa en el futuro. En consecuencia, la probabilidad que ocurra un relajamiento es cada vez menor. Sin embargo, le parece necesario advertir, en todo caso, que con una atenuación de los riesgos inflacionarios y una confirmación del escenario base del Informe de Política Monetaria será muy difícil explicar

24





BANCO CENTRAL DE CHILE

porqué no solo no se bajó la tasa sino que además se quitó el sesgo y podría dar la impresión que la baja del mes enero fue un error, como ya algunos afirman, o un *hyper finetuning*.

Asimismo, estima necesario señalar que es probable que a raíz de la revisión detallada de nuestras proyecciones en la elaboración del próximo Informe de Política Monetaria, ello nos lleve a tener un sesgo neutral, con un escenario de mantención de tasa por algunos meses consistente con alcanzar una proyección de inflación en torno a 3% en dos años. Agrega que tal como se discutió ayer, esto no significa una confirmación de que lo más adecuado haya sido mantener la tasa en los últimos tres meses, por cuanto el objetivo se ha desplazado en cuatro meses y en los meses previos, se habrían acumulado pérdidas de producto.

En todo caso, el Vicepresidente señor José De Gregorio señala que considera que 25 puntos base no hará una gran diferencia y, que con el propósito de clarificar nuestra comunicación con el mercado, se sumará a la mayoría y se reserva el derecho de reducir a un máximo sus apreciaciones en la Minuta que se elaborará de esta reunión.

El Presidente señor Vittorio Corbo, señala que el entorno externo global mejora en el margen. El crecimiento se fortalece fuera de los Estados Unidos de América, a pesar del progreso en la desaceleración del crecimiento en la principal economía del mundo. Los precios de los productos primarios retornan una tendencia al alza, la volatilidad de los mercados financieros se reduce y las primas por riesgo de países emergentes descienden a niveles que se transforman en récord históricos. Agrega que los principales riesgos que enfrenta en el corto a mediano plazo este muy favorable escenario, son el comportamiento del crecimiento en Estados Unidos de América de la inflación en ese país y en la zona Euro. Señala el señor Presidente que este escenario externo es más favorable en el margen para Chile, con excepción del aumento reciente en el precio del petróleo.

Menciona que en la economía interna, el crecimiento del primer trimestre muestra un importante aumento. Por el lado de la demanda, el consumo habitual crece con relativa fuerza desde hace varios trimestres, mientras el consumo durable después de un débil mes de enero tuvo un importante repunte en el mes febrero. Por su parte, indica que el dinamismo del consumo privado se apoya en un empleo asalariado, que continúa aumentando a tasas que ahora vuelven a superar el 4% anual, en salarios que crecen a tasas reales en torno al 3% anual y en el mantenimiento de condiciones financieras favorables. En lo que se refiere a la inversión, la recuperación iniciada en el cuarto trimestre del 2006 sigue su curso. En particular, las importaciones de bienes de capital tuvieron un alto crecimiento en marzo. La expansión de la inversión se apoya en buenas rentabilidades de las empresas y también en las favorables condiciones financieras internas. En paralelo, los valores de las exportaciones no mineras siguen creciendo a tasas elevadas. Indica el señor Presidente que hasta ahora, los datos de crecimiento han estado en línea con lo que se proyectaba para el primer trimestre, en el último Informe de Política Monetaria.

Agrega que el buen escenario externo y, en particular, el repunte en el precio del cobre anticipan una situación fiscal más expansiva el 2008, que debiera seguir apoyando el crecimiento.

En cuanto a la inflación, la del IPC del primer trimestre estuvo en línea con la proyectada en el Informe de Política Monetaria mientras que la inflación del IPCX1 fue marginalmente mayor. Sin embargo, señala que en este frente han surgido noticias que pueden terminar alterando el escenario central presentado en el último Informe de Política Monetaria en



los trimestres próximos. Indica que entre éstas hay que destacar el efecto final que pueda tener en los precios internos, de mantenerse el alza en los precios de los combustibles, los pronunciados aumentos en los precios de los granos y los aumentos sostenidos en las remuneraciones, aunque está por verse sus efectos en los costos de la mano de obra. Menciona el Presidente señor Corbo, que estos factores pueden terminar generando efectos de primera y segunda vuelta en la inflación futura, que acelerarían la convergencia de la inflación al 3%. En paralelo, le parece que las expectativas de inflación a uno y dos años plazo aumentaron llegando a valores que bordean el 3%.

Comenta el señor Presidente que con expectativas de inflación bien ancladas en torno al 3%, con una economía que retoma su senda de crecimiento, con factores adicionales que debieran contribuir a sostener tasas de crecimiento sobre el 5% anual y con presiones inflacionarias que podrían acelerarse, la convergencia de la inflación al 3% también se aceleraría.

En contraposición a lo señalado, el reducido aumento en los costos unitarios del trabajo y los bajos registros proyectados para la inflación del IPC en los próximos meses, pueden terminar reduciendo las proyecciones de inflación para los próximos trimestres, alejando la convergencia de la inflación al 3%. En su opinión, el primer factor es más importante que el segundo y el momento más adecuado de reevaluar las proyecciones de inflación es en el Informe de Política Monetaria de mayo.

En estas circunstancias, el Presidente señor Vittorio Corbo, señala que le parece que lo más adecuado es mantener la tasa de política y establecer un sesgo neutral para el futuro de la política monetaria, para así poder analizar cómo los nuevos desarrollos afectan las proyecciones de inflación.

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

106-01-070412 – 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 5% 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 5% anual.

El escenario externo relevante para la economía chilena continúa favorable. El crecimiento mundial sigue elevado. El precio del cobre ha vuelto a aumentar con fuerza y se ubica considerablemente por encima de lo contemplado en el escenario central del último Informe de Política Monetaria. Los precios del petróleo y sus derivados, especialmente la gasolina, han subido y se ubican por sobre lo proyectado. Los precios de otras materias primas también han aumentado.

24



La información disponible sigue dando cuenta de un aumento del dinamismo de la actividad interna, en línea con lo previsto en el último Informe. El empleo asalariado continúa aumentando y las condiciones financieras internas siguen favorables.

La inflación del IPC se ubica algo por debajo de 3%, similar a lo proyectado. Esto es resultado de cambios en el nivel de precios por la puesta en marcha del Plan Transantiago, un mayor precio de los combustibles respecto de enero y una inflación subyacente IPCX1 (que excluye combustibles, perecibles y algunos servicios regulados) levemente mayor que lo previsto. Esto último, en parte influido por el mayor precio internacional de algunos granos. Medidas alternativas de la tendencia inflacionaria no muestran cambios relevantes. Los costos laborales siguen contenidos y las expectativas de inflación se ubican en torno a 3%. El conjunto de antecedentes anteriores sugiere que la inflación anual disminuirá durante los próximos meses con menos intensidad que lo proyectado en el último Informe.

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 para lograr este objetivo dependerán de la nueva información que se acumule y de sus implicancias sobre la inflación proyectada."

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17:15 horas.



JOSÉ DE GREGORIO REBECO  
Vicepresidente



VITTORIO CORBO LIOI  
Presidente



MANUEL MARFÁN LEWIS  
Consejero



JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ  
Consejero



ENRIQUE MARSHALL RIVERA  
Consejero



ANDRÉS VELASCO BRAÑES  
Ministro de Hacienda



JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR  
Ministro de Fe (S)

24



## BANCO CENTRAL DE CHILE

### ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 107 celebrada el 10 de mayo de 2007

---

En Santiago de Chile, a 10 de mayo de 2007, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Vittorio Corbo Lioi y con la asistencia del Vicepresidente don José De Gregorio Rebeco y de los Consejeros don Jorge Desormeaux Jiménez, don Manuel Marfán Lewis y don Enrique Marshall Rivera.

Asiste el señor Ministro de Hacienda, don Andrés Velasco Brañes.

Asisten también:

Gerente General, don Alejandro Zurbuchen Silva;  
Subgerente General, don Leonardo Hernández Tagle;  
Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldívar;  
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;  
Gerente de División Política Financiera, don Pablo García Silva;  
Gerente de División Operaciones Financieras, don Esteban Jadresic Marinovic;  
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Igal Magendzo Weinberger;  
Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;  
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;  
Gerente de Mercados Financieros Nacionales, don Beltrán De Ramón Acevedo;  
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; y  
Secretario General, don Jorge Court Larenas.

El Presidente señor Vittorio Corbo señala que el Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco Brañes se ha excusado de asistir a la reunión de la mañana, por razones propias de su cargo y que concurrirá a la reunión de la tarde.

A continuación, el señor Presidente fija la fecha de la Sesión de Política Monetaria del mes de noviembre de 2007, para el día 13 de ese mes.

El señor Presidente señala que, como es habitual, se dará inicio al informe económico y financiero de la Gerencia de División Estudios, el cual será presentado en la parte internacional, por el Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann B. y, en la parte nacional, por el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Igal Magendzo W.

El señor Presidente ofrece la palabra al Gerente don Sergio Lehmann Beresi, para que inicie la exposición.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann, señala que el escenario internacional continúa favorable, con Europa y Asia compensando la debilidad que presenta la economía de Estados Unidos de América. Agrega que las tasas de interés de largo plazo, durante el último mes, se muestran estables en Europa y Japón, mientras que en Estados Unidos de América han tendido a caer por efecto, especialmente, de mejores noticias por el lado inflacionario.

Indica el señor Lehmann, que en materia de *commodities* el precio del cobre se mantiene alto, en torno a US\$ 3,70 la libra, muy por sobre lo previsto en el escenario del mes de enero de este año.

Respecto al precio del petróleo, el Gerente de Análisis Internacional indica que luego de ubicarse en cifras en torno a US\$ 65 el barril, éste ha descendido, en lo más reciente, encontrándose hoy en alrededor de US\$ 62 el barril.

En cuanto al precio de la gasolina, señala el señor Lehmann que se encuentra en niveles elevados de refinación, muy por encima de los niveles históricos, contribuyendo a ello una demanda mayor a la prevista en Estados Unidos de América y una ajustada capacidad de refinación también en dicho país.

Señala el Gerente de Análisis Internacional, que en los mercados emergentes se han observado flujos positivos de bonos y acciones. No obstante, existen algunos focos de incertidumbre en las economías europeas, tales como Turquía que es casi europea. Agrega, que también ese fenómeno se presenta en América Latina, referido a situaciones políticas más bien complejas, especialmente en Venezuela y en Ecuador, respecto al Fondo Monetario Internacional y al Banco Mundial, respectivamente.

Respecto a indicadores de actividad y precios en Estados Unidos de América, indica el señor Lehmann que esta semana se tienen cifras que son más bien mixtas, esto es, positivas, fundamentalmente por el lado del ISM manufacturero y no manufacturero y las cifras negativas provenientes del sector inmobiliario. En consecuencia, indica que ha continuado el ajuste en línea con lo anticipado. Agrega que también se presentaron algunas noticias más bien negativas por el lado de creación de empleo, pero en general, ellas son mixtas y positivas, particularmente en el dato de precios, y especialmente en lo referente a CPI subyacente, que fue algo menor de lo que se esperaba y también por el lado de los costos laborales unitarios, cuyo crecimiento en el trimestre fue 0,6%, por debajo de lo que se esperaba e inferior aún de lo que se había observado en el mes anterior, lo que generó un alivio en los mercados financieros en lo referente a potenciales presiones inflacionarias.

Señala el Gerente de Análisis Internacional que durante el mes de mayo de este año, se dio a conocer el PIB de Estados Unidos de América, correspondiente al primer trimestre del año 2007, en donde se destaca la fortaleza del consumo y alguna recuperación que se ha presentado por el lado de la inversión no residencial. Por otra parte, comenta que el gráfico que se presenta da cuenta que el ISM manufacturero y no manufacturero está aumentando, después de que el no manufacturero estuviese bajo los niveles de 50 puntos y que hoy se encuentra en cifras cercanas a 55 puntos, lo que constituye una buena noticia por el lado del sector industrial.

Desde el punto de vista de la inflación, indica que ha habido algunas señales de alivio y eso a propósito del costo laboral unitario, que como se ha destacado tiende a bajar.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

El Gerente de Análisis Internacional menciona que respecto a Europa, las cifras en general han estado en línea con lo esperado. Destaca especialmente que la producción industrial ha sido positiva y agrega que el índice del sentimiento económico y la encuesta de confianza empresarial en Alemania mantienen la fortaleza de otros meses y eso hace prever una evolución hacia el futuro relativamente fuerte. Asimismo, destaca la confianza empresarial, en todas las economías de la Zona Euro, las que han funcionado en forma positiva, especialmente, en el caso de Alemania. También se mantienen, tal como en Estados Unidos de América, preocupaciones por la inflación, no obstante que en el margen se observa que se ha estabilizado, particularmente el IPC subyacente en 1,9%, mientras que el IPC, al menos, el que se anticipa para el siguiente mes, también estaría en la misma cifra, es decir, si bien han tendido a aumentar y en una perspectiva un poco más larga han tendido a estabilizarse, continúa siendo una preocupación importante. En relación a lo anterior, señala que el Banco Central Europeo mantuvo hoy la tasa, sin embargo da señales que para el próximo mes tendría un aumento ligado a las preocupaciones por el lado inflacionario y también, porque las holguras de capacidad han continuado estrechándose.

En cuanto a Japón, manifiesta el Gerente de Análisis Internacional, que los indicadores están en línea con lo esperado. La producción industrial, al menos para el mes de marzo, fue algo menor de lo que se preveía, pero hubo también una revisión al mes anterior. En consecuencia, indica que en términos netos no se presentan novedades muy importantes por el lado de esta economía.

Informa el señor Lehmann que respecto a *commodities*, el precio del cobre tendió a subir durante el último mes. Los futuros también se han mantenido más elevados de lo observado en meses anteriores, y supone una convergencia del precio de largo plazo, promediando US\$ 2,90 para este año, no existiendo cambio respecto a lo observado en otras reuniones. En el caso del petróleo, que está en precios muy similares a lo que observamos hace mes, incluso por debajo de US\$ 1 aproximadamente, la trayectoria que estamos proyectando es la misma que se había sugerido con anterioridad. Sin embargo, señala que al menos respecto a la gasolina, se ha observado que su precio ha aumentado, particularmente a mitad de mes y que después se presentó una reversión, pero en el margen ha aumentado. La baja antes señalada está asociada, fundamentalmente a la reversión parcial que tuvo el precio del petróleo durante las últimas dos semanas y particularmente hoy, que se ha observado nuevamente aumentos en el precio de la gasolina porque los márgenes de refinación volvieron a aumentar y se encuentran en torno a US\$ 22 el barril. Por otra parte, la volatilidad de los precios se encuentra en niveles similares a las cifras históricas.

En términos de probabilidades de recorte de Tasa de Política Monetaria, éstas se han reducido respecto al mes anterior, no obstante se sigue esperando hacia octubre, al menos de manera mayoritaria, un recorte de esa Tasa de 25 puntos base. Las razones de este cambio derivan fundamentalmente de mejores noticias por el lado inflacionario.

En cuanto a las tasas de interés de largo plazo, señala el Gerente de Análisis Internacional, que en Estados Unidos de América han tendido a caer nuevamente, en línea con la idea de menores presiones inflacionarias por el lado de salarios. Por otro lado, las tasas en la Zona Euro se han mantenido estables. En Japón, en general, éstas muestran cierta volatilidad, pero si se observa el final del mes anterior y datos *spot*, en realidad no hay cambios significativos.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

Indica el señor Gerente que en relación a monedas, se aprecia que el dólar ha tendido a depreciarse en los mercados nacionales, siendo éste el cambio respecto a la última Reunión de Política Monetaria del mes de abril. En general, se observan cifras negativas y el multilateral de Estados Unidos de América se ha depreciado en 1% aproximadamente. Agrega el señor Lehmann, que destacan los comportamientos en las economías productoras de *commodities*, Sudáfrica, Canadá y las economías latinoamericanas con fuertes intervenciones; en Colombia, Argentina y Brasil, los movimientos son más acotados.

Respecto a flujos de inversión de economías emergentes, éstos se mantienen positivos, pero han tendido a suavizarse respecto a un mes atrás. Agrega que estas cifras son aún positivas, pero que hoy están especialmente orientadas a acciones y de hecho si uno observa cuál ha sido el comportamiento de las bolsas, éstas han mantenido una trayectoria más bien positiva. Agrega, que en América Latina también han sido positivas. En Europa emergente la información es un poco más errática, más inestable, pero en general, el desempeño resulta positivo y con la intención de inversionistas de mantener posiciones en instrumentos de renta variable.

Por último, acerca de premios soberanos de economías emergentes, indica que éstos se han mantenido relativamente estables, incluyendo el Bono de Chile que, en el margen, ha tendido a caer.

El Presidente señor Vittorio Corbo agradece la presentación del señor Lehmann y ofrece la palabra para comentarios.

El Consejero señor Manuel Marfán consulta cuál es el supuesto de proyección del *crack spread*.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann responde que el modelo que se utiliza proyecta el precio de la gasolina, el que tiene incorporado dentro de ese análisis una cierta elasticidad. Agrega, que el *crack spread* es una combinación entre el precio de la gasolina y precio *heating oil*, por tanto, en realidad no existe una cifra técnicamente asociada a la gasolina, pero implícitamente lo que sugiere es que éste converge a los niveles de largo plazo, en torno a US\$ 7 por barril, y hoy está en torno a US\$ 26. Indica que el modelo ha supuesto que el precio se va a mantener más bien alto, en torno a esos niveles, cayendo marginalmente durante los próximos dos o tres meses, para posteriormente retomar una trayectoria convergente hacia el precio largo plazo de US\$ 7 por barril, hacia fines del año 2009.

En cuanto a la inversión no residencial en Estados Unidos de América, el Consejero señor Enrique Marshall consulta con qué información se cuenta, ya que en algún momento apareció como un tema algo preocupante.

El Gerente señor Lehmann, responde que la inversión no residencial mostró un dato positivo en el primer trimestre del año 2007, por tanto, las inquietudes sobre el particular, que en algún momento fueron importantes, han tendido a disiparse. Agrega que de hecho el dato del primer trimestre de este año, si bien estuvo por debajo de lo que se esperaba en el crecimiento de Estados Unidos de América de un 1,3%, en realidad no generó una excesiva preocupación en los mercados, porque estaba mostrando que el consumo se mantiene sólido y que la inversión no residencial fue positiva, en circunstancias que en el trimestre anterior había sido más bien negativo. En consecuencia, indica el señor Gerente que se ha producido un cierto alivio en ese sentido.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Señala el señor Gerente de Análisis Internacional, que en lo que dice relación al indicador de órdenes de bienes de capital, éste también está mostrando signos de recuperación, por lo que, en ese aspecto, la preocupación de los mercados ha tendido a moderarse.

El Presidente señor Vittorio Corbo manifiesta que, el riesgo sigue siendo Estados Unidos de América; el escenario central se presenta favorable, el riesgo principal es que el ajuste que está teniendo el sector inmobiliario se continúe profundizando. Señala el señor Presidente que todavía no nos hemos referido al piso en el sector inmobiliario y que la preocupación que existía por el lado de la inversión no residencial, muestra una leve recuperación. Indica el señor Corbo que habría que seguir monitoreando este tema y la duda que ha surgido es si los consumidores seguirán impulsando el consumo. Agrega que el escenario central de Estados Unidos de América tendrá un año más débil que el anterior, algo sobre el 2%. Comenta también, que el único punto que surgió en la reunión del Bank for International Settlements, fue la preocupación que mostró el Presidente del Banco Central de China, con respecto al elevado crecimiento del mercado accionario de Shanghai, lo que cree producirá una fuerte corrección en el futuro y señala que es un tema que debe ser considerado. Agrega que en relación a Turquía, existe un problema político, pero también el fenómeno de la Bolsa China puede producir algún impacto.

El Consejero señor Jorge Desormeaux señala que le parece que el problema de China será el de la paridad. En el fondo cree que no son solamente los chinos los que están invirtiendo en la Bolsa, sino también muchos extranjeros que están apostando a que esa moneda se va a revaluar. Agrega el señor Consejero, que quiere hacer una observación respecto a los datos de Estados Unidos de América, señalando sobre esta materia que en el cuarto trimestre del año 2006 y el primero del año 2007 muestran una evolución negativa, pero que ello es el resultado de que se han ido reduciendo inventarios y eso, obviamente, es un abono para que se produzca una recuperación de actividad el segundo semestre.

El Consejero señor Enrique Marshall comenta respecto del mercado hipotecario en Estados Unidos de América, que en semanas anteriores la Reserva Federal, junto con los reguladores y supervisores, efectuó un planteamiento a los bancos, en el sentido de que otorgaran facilidades y tuvieran una actitud de no generar una situación de pánico. Indica el señor Consejero, que lo anterior se publicó en la página web de la Reserva Federal y tiene la impresión de que se ha manejado con bastante prudencia.

A continuación, el Presidente señor Corbo ofrece la palabra al Gerente de Análisis Macroeconómico, don Igal Magendzo Weinberger, a fin de que presente la exposición sobre la parte nacional.

El Gerente señor Magendzo señala que luego de la inesperada desaceleración del crecimiento del segundo y tercer trimestres del año pasado, la economía recobró el dinamismo a fines del año 2006 y comienzos del año 2007, y se encuentra bien encaminada en el curso de los próximos trimestres a copar gradualmente las holguras de capacidad aún presentes. Indica que el impulso que proveen las políticas macroeconómicas y el favorable ambiente externo apoyan este panorama. Lo anterior, junto a costos contenidos y expectativas de inflación alineadas con la meta, hacen prever que en el escenario más probable, a fines del horizonte de proyección en torno a dos años, la inflación se ubicará alrededor del 3%.

74





## BANCO CENTRAL DE CHILE

Comenta el Gerente señor Magendzo que los antecedentes acumulados en los últimos meses indican que, en lo que va del año 2007, la actividad y la inflación fueron algo mayores que lo esperado en el escenario base del *IPoM* del mes de enero. Algunos de los riesgos identificados en esa oportunidad se han materializado y han surgido otros nuevos. En particular, el precio internacional de las materias primas ha vuelto a aumentar con fuerza, en los casos del cobre y de la gasolina, y con menor intensidad en el caso del petróleo y otras materias primas.

Indica el señor Gerente que el impulso monetario aumentó en el curso del primer trimestre del año 2007, como resultado de la reacción de las tasas de interés a las novedades macroeconómicas, al cambio en la comunicación de las perspectivas sobre el curso futuro de la política monetaria que el Consejo implementó en forma progresiva desde el mes de septiembre del año 2006 y al recorte de la Tasa de Política Monetaria en el mes de enero. Por otra parte, señala que las noticias de actividad e inflación del último mes llevaron a una reversión parcial de esos cambios. Los precios financieros, al cierre estadístico de este *IPoM*, tienen implícito un aumento leve de la Tasa de Política Monetaria en los próximos trimestres. Señala el señor Gerente que las expectativas del mercado para la Tasa de Política Monetaria a fines de este año son de 80 y 30 puntos base menos que en los meses de septiembre y diciembre del año 2006, respectivamente.

Agrega que la estructura de tasas de interés en el mercado financiero nacional, tuvo un ajuste considerable a la baja durante el primer trimestre de este año. Indica que luego de conocidos los datos más recientes de actividad e inflación, se verificó una reversión de estos cambios, especialmente para las tasas de interés de mayor plazo.

El Gerente señor Magendzo destacó también la estabilidad de la economía chilena ante las turbulencias financieras internacionales de fines del mes de febrero. Agrega que en comparación con otras economías emergentes y con episodios pasados, los efectos sobre indicadores como el premio soberano, el índice de precios de las acciones y el tipo de cambio nominal, fueron sustancialmente menores.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Magendzo manifiesta que el peso está, respecto del dólar, en valores nominales cerca de 2% inferiores a los vigentes al cierre del *IPoM* del mes de enero, considerando el promedio de las dos últimas semanas previas al cierre estadístico del *IPoM* del mes de mayo y el de enero de 2007. Esto, no obstante que en los días previos al citado cierre estadístico se verificó una apreciación importante del peso, que lo devolvió a niveles similares a los mínimos del año 2006. Sin embargo, medido con respecto a una canasta de monedas, el peso se ha mantenido relativamente estable, reflejando que el dólar estadounidense se ha depreciado respecto de la mayoría de las monedas relevantes. Por otra parte, el tipo de cambio real tampoco ha mostrado variaciones importantes y se estima que el promedio de éste en las dos últimas semanas es coherente con sus fundamentos de largo plazo y su nivel da cuenta de que el marco de políticas macroeconómicas ha sido capaz de absorber el fuerte incremento de los términos de intercambio, sin generar desequilibrios mayores.

Por otro lado, comenta el señor Magendzo que en el año 2006 el PIB creció 4%, de acuerdo con la nueva Compilación de Referencia de las Cuentas Nacionales. Hace presente que después de una importante desaceleración en el curso del segundo y tercer trimestres, la actividad retomó el dinamismo en el último trimestre del año pasado y el primero de este año. Así, por sobre lo proyectado en el mes de enero, en el primer trimestre del año 2007 el crecimiento anual del PIB se ubicó en valores algo menores de 6%. Señala que sobresale en este resultado el mayor crecimiento de la actividad del comercio y de la minería.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

Indica el señor Magendzo que la tasa de incremento anual de la demanda interna siguió una trayectoria similar a la del PIB durante el año 2006 y comienzos del año 2007. El consumo privado continuó aumentando con fuerza durante el primer trimestre, tanto el habitual como el durable. La formación bruta de capital fijo, como ya se había destacado en el mes de enero, ha retomado dinamismo y muestra buenas perspectivas para el año. En particular, las importaciones de bienes de capital anotaron tasas de crecimiento anual del orden de 15% en dólares corrientes durante el primer cuatrimestre del año 2007. Señala que el catastro de obras de ingeniería del mes de marzo ratificó el dinamismo esperado de la inversión en construcción y obras durante este año.

Comenta el señor Gerente que el cambio en la Compilación de Referencia, desde el año base 1996 al año base 2003, arrojó un crecimiento promedio de la actividad en el período 2004 – 2006, algunas décimas menor que el estimado con anterioridad. Esto, además de la dinámica de la acumulación de capital, lleva a considerar que en el escenario base la tasa de crecimiento anual del PIB tendencial se ubica en torno a 5% para el período 2007-2009. La brecha entre el producto efectivo y de tendencia, tras volverse más negativa en el segundo y tercer trimestres del año 2006, tendió a cerrarse a fines de ese año y comienzos de éste, dada la aceleración en el crecimiento del PIB efectivo.

El mercado laboral continúa dinámico, con un empleo que ha retomado fuerza y una tasa de desempleo relativamente estable, que sigue en niveles bajos, tanto respecto de promedios históricos, como en comparación con un rango de estimaciones disponibles para la tasa natural de desempleo.

Hace presente el señor Gerente que en el escenario base durante el año 2007, el PIB crecerá más que en el año 2006. Lo anterior se basa tanto en condiciones financieras externas e internas que siguen siendo favorables, como en el mayor impulso fiscal. Indica el señor Magendzo que el escenario base considera que el consumo crecerá a una tasa anual similar a la del año 2006. Le parece que no puede descartarse, no obstante, que las favorables condiciones financieras y el bajo desempleo lleven al consumo a crecer más que lo proyectado, lo que podría estar determinando el dinamismo que las cifras del comercio han mostrado en los últimos meses.

El señor Gerente de Análisis Macroeconómico comenta que el escenario base también considera que el mayor impulso fiscal, respecto del año 2006, será uno de los factores detrás del mayor crecimiento proyectado para este año. Además, como supuesto metodológico se considera para el año 2008 que la política fiscal seguirá enmarcada en la regla de superávit estructural, con un valor de referencia del precio del cobre, en términos reales, similar al implícito en el presupuesto del año en curso, lo que está en línea con la evaluación de que los elevados precios actuales no serán duraderos. Agrega que un precio de referencia del cobre para el cálculo del presupuesto significativamente mayor que el descrito, conduciría a una modificación importante del escenario base, pudiendo impactar los niveles proyectados de la inflación y el tipo de cambio real, así como la trayectoria posible de la Tasa de Política Monetaria.

El escenario base considera que el costo de la energía no tendrá aumentos adicionales significativos durante este año y el próximo. Sin embargo, le parece que existen algunos riesgos al respecto. Por un lado, durante los últimos meses se han intensificado los episodios de corte de suministro de gas natural en duración y magnitud. Así, se estima que en el pasado reciente el efecto de este fenómeno sobre la actividad agregada ha sido reducido, pero no es posible descartar que tenga un efecto mayor. Por otro lado, señala el señor Magendzo que en los últimos años se ha acumulado un incremento importante en el costo de la energía eléctrica, principal fuente energética del país, y no puede descartarse que, de subir más

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

que lo previsto, afecte el mayor dinamismo esperado de la actividad y tenga un impacto relevante sobre la inflación y el ingreso disponible de las familias. Menciona que las condiciones hidrológicas que finalmente se verifiquen, son un elemento a considerar en este ámbito.

Agrega que el escenario base además contempla que la entrada en pleno funcionamiento de algunas ampliaciones de capacidad en la producción de productos básicos, principalmente celulosa, favorecerá un mayor crecimiento. Señala el señor Gerente que parte de este crecimiento ya se ha observado en la producción industrial y minera del primer trimestre.

Asimismo, en lo que va del año 2007, la inflación anual del IPC se ha mantenido por debajo de 3%. Sin embargo, la inflación a abril es algo mayor que lo proyectado en el mes de enero, y contiene movimientos inesperados en precios específicos originados por cambios regulatorios y de *shocks* de oferta. Destacó el efecto en el nivel de precios que implicó la puesta en marcha del Plan Transantiago, con una incidencia negativa en la inflación IPC, cercana a medio punto porcentual en el primer trimestre, impacto que no se consideró en el escenario base del mes de enero. Señala que el precio de la gasolina aumentó y se ubica significativamente por sobre lo proyectado, con una incidencia positiva en la inflación IPC comparable a la anterior. La evolución de los restantes precios incluidos en el IPCX en otras tarifas reguladas, precios indexados y algunos alimentos perecibles, no ha sido muy distinta de la esperada a comienzos de año.

Indica que en el primer cuatrimestre, la inflación anual del IPCX1 — que excluye los elementos anteriores — también fue mayor que la esperada. La diferencia se originó, en gran medida, en un crecimiento por sobre lo previsto en los precios de algunos alimentos, lo que está en parte relacionado con el incremento de los precios internacionales.

Por otra parte, las presiones inflacionarias que provienen de los costos laborales siguen acotadas, con costos que siguen creciendo a tasas anuales moderadas y con una aceleración esperada que no se ha verificado plenamente. Agrega que el crecimiento anual de los salarios ha mostrado un aumento gradual, que en los últimos datos se hizo más evidente. Todo esto, en un contexto de rápida reducción del nivel de desempleo en los trimestres recientes.

Hace presente el señor Gerente de Análisis Macroeconómico que el Consejo estima que la inflación IPCX1 seguirá aumentando, hasta acercarse a 3% en el curso del tercer trimestre del año 2007. Por otro lado, la inflación IPC, en gran parte por la base de comparación derivada de los altos precios del petróleo del año 2006 y el efecto en dirección opuesta del Plan Transantiago en el año 2007, descenderá a valores cercanos a 2% durante el segundo y tercer trimestres de este año, para retomar valores en torno a 3%. Agrega que para fines del horizonte de proyección relevante, en torno a dos años, el Consejo proyecta que la inflación total y subyacente se ubicará en 3%.

En lo inmediato, el escenario base contempla que en los próximos meses los precios internos de los alimentos no tendrán cambios significativos respecto de sus niveles del primer cuatrimestre. Estima que a un plazo algo mayor se proyecta que estos precios tendrán una trayectoria similar a la de los externos relevantes, que podrían disminuir moderadamente. Comenta que aunque la incidencia de estos precios en la inflación total por ahora es acotada, existe incertidumbre sobre cuán persistente pueda ser su aumento, y los efectos de segunda vuelta que puedan producir. Señala el Gerente señor Magendzo que, por un lado, el aumento de los precios externos se origina en mayor medida en un incremento de demanda que podría intensificarse en el futuro cercano. Sin embargo, en casos como éste, cambios en la oferta



BANCO CENTRAL DE CHILE

pueden hacer retornar en un lapso acotado los precios a los niveles que tenían previamente. Internamente, además, las condiciones de competencia en los mercados, junto con la evaluación de que se trataría de un fenómeno pasajero, podrían llevar a una compresión temporal de márgenes que acomode los mayores precios, sin generar aumentos mucho mayores que los ya verificados.

Indica que el escenario base, como ya se indicó, supone que el mayor precio del petróleo será persistente, pero no puede descartarse que resulte distinto del previsto. Se suma en esta coyuntura la incertidumbre acerca de la evolución del precio de la gasolina, dado que su margen de refinación se ubica en niveles muy altos y existen dudas respecto de la velocidad a la que retornará a sus promedios históricos. Comenta el Gerente señor Magendzo que si bien el efecto de estos precios en la proyección de la inflación de mediano plazo es acotado, en el corto plazo pueden provocar diferencias importantes respecto del escenario base. Además, en la coyuntura actual, ello tiene una mayor incertidumbre por las dudas que existen tanto del funcionamiento del actual Fondo de Estabilización del Precio de los Combustibles que, en principio, cesa su operación en julio, como de la forma en que los cambios en el precio de los combustibles afectará las tarifas del transporte público, en el nuevo sistema.

A un plazo algo mayor, el escenario base proyecta un cierre gradual de la brecha de capacidad en los próximos trimestres, lo que facilita que la inflación fluctúe en torno a la meta. Le parece que aun así, no puede descartarse la posibilidad de que su nivel actual sea menor que el estimado, o que se cierre más rápido que lo previsto si el crecimiento del PIB es mayor. Ello podría llevar a una convergencia de la tendencia inflacionaria a 3%, algo más rápida que la considerada en el escenario base. Señala el señor Magendzo que este escenario también contempla que el crecimiento anual de los costos laborales y la inflación importada convergerán durante los próximos trimestres hacia niveles coherentes con la meta de inflación de 3%. Sin embargo, podría suceder que no se dé esta convergencia, manteniéndose dicho crecimiento en niveles reducidos, como ha sido la tónica de los últimos trimestres. Indica que también llama la atención la brecha entre la inflación de bienes y servicios, excluidos tanto los precios de los ítems más volátiles, como de los precios regulados. En su opinión, considerando el mayor nivel y persistencia de la inflación de servicios, ello podría provocar un alza de ésta algo más rápida que la proyectada.

Por último, indica el Gerente de Análisis Macroeconómico que el escenario base incorpora como supuesto metodológico que la Tasa de Política Monetaria, dentro del horizonte de proyección, seguirá una trayectoria similar a la que se deduce de los precios de los activos financieros en las dos semanas previas al cierre estadístico del *IPoM* de mayo. Menciona que este es un supuesto de trabajo y no involucra una restricción para la evolución futura de la política monetaria, la que se ajustará dependiendo de cómo evolucionen el escenario macroeconómico y las proyecciones de inflación.

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

Respecto de los Costos Laborales Unitarios, el Vicepresidente señor José De Gregorio señala que le llama la atención que éstos efectivamente aumentan, pero respecto de los indicadores nuevos subyacentes, indica que dos de ellos apuntan hacia la baja y que uno se mantiene.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Igal Magendzo señala que la proyección de crecimiento se sustenta en las favorables condiciones externas, en el impulso que proveen las condiciones financieras, la política fiscal y la entrada en operación de expansiones programadas en algunas industrias, cosa que ya se ha visto también en minería. Agrega que en la proyección, la inflación fluctuará en torno a 3% a partir del cuarto trimestre de 2007, con holguras de capacidad que se cierran en los próximos trimestres y que el crecimiento de los Costos Laborales Unitarios estará alineado con la meta. Todo lo anterior, bajo el supuesto que la Tasa de Política Monetaria se mantendrá por algunos meses, para luego aumentar levemente a un ritmo similar al implícito en los precios financieros prevalecientes, antes del cierre estadístico del *IPoM*.

El Consejero señor Jorge Desormeaux consulta si existe un componente idiosincrásico en el tipo de cambio y de qué magnitud sería. El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, comenta que desde la Reunión de Política Monetaria pasada, el tipo de cambio ha tenido una apreciación bilateral de 3% y una multilateral de 2%.

Respecto al gráfico que muestra el tipo de cambio, el Consejero señor Manuel Marfán consulta si acaso no se deberían excluir todas las economías con base dólar y en consecuencia, también debería excluirse a China, que en la práctica está pegada al dólar.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Igal Magendzo indica que elaborarán un gráfico que excluya China. El Presidente señor Vittorio Corbo señala que agregaría una columna adicional informativa, en que se omita ese país para efectos de comparación.

El Gerente de Mercados Financieros señor Beltrán De Ramón comenta que se referirá a los aumentos de tasas. Manifiesta que en el gráfico que se presentó, se aprecia un alza muy pronunciada. Agrega que en el Informe del Fondo Monetario se menciona este fenómeno. En virtud de lo anterior, las expectativas del mercado en general están todas convergiendo al 3% o levemente bajo esa cifra. En su opinión, en los próximos doce meses existirán entre dos y tres alzas y en consecuencia, se estaría llegando muy cerca de la tasa neutral. Por otro lado, si se consideran los BCP se podría estimar que en los próximos 18 meses se producirían cuatro alzas de Tasa de Política Monetaria, y si se continúa hacia delante esta tasa estaría llegando aproximadamente al 7%, en un horizonte a diez años. Comenta que esta situación en un horizonte de inflación cuya expectativa es de 3%, le da la impresión que se estaría en presencia de una sobrerreacción.

Agrega también el Gerente de Mercados Financieros señor Beltrán De Ramón, que tal como no era razonable que hace algunas semanas atrás el BCP2 estuviera a 4,90, hoy día no parece razonable que esté al 5,55, ya que tal vez debería estar entre 5,25 – 5,30. Destaca lo anterior porque no descarta que también sea una consideración para la caída reciente del tipo de cambio.

El Vicepresidente señor José De Gregorio señala que no le parece adecuado sacar a China de los cuadros ya referidos, porque ha variado muy poco respecto del dólar. Agrega que lo haría cuando fuese relevante, puesto que China y Estados Unidos de América no han tenido movimiento.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Presidente señor Vittorio Corbo solicita al *staff* que se agreguen las columnas correspondientes en el mencionado cuadro para ver si ellas convergen y si se observa que no significa un cambio mayor, se eliminarán. Agrega que es preciso tener una cierta disciplina respecto a los países que se van incorporando o sacando.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que le parece que si una economía tan relevante como la de China está pegada al dólar, y Estados Unidos de América se está depreciando por razones entendibles, pero con esto arrastra una depreciación por malas razones en China, la presión que ejerce sobre las restantes monedas del mundo es mayor. Agrega que tiene la impresión que este asunto es relevante para el Banco Central de Chile y que probablemente cuando vayan al Congreso en unos días más, les preguntarán si están o no más apreciados que otras monedas que realmente flotan. En consecuencia, le parece que las monedas que tienen demasiado parecido a un tipo de cambio fijo con el de Estados Unidos de América, deberían quedar fuera, de manera que se tenga como punto de comparación a los países con políticas económicas similares a las nuestras.

El Presidente señor Vittorio Corbo manifiesta que suscribe el comentario efectuado por el Consejero señor Marfán. Cree que es importante mantener el cuadro en estas circunstancias y que en el intertanto se incluiría una columna adicional.

El Vicepresidente señor José De Gregorio menciona que el tema del tipo de cambio está muy relacionado al tema de competitividad. Cree que debe tenerse cuidado porque China desde el punto de vista de competitividad es el mayor componente de las amenazas en el mundo en esta materia. Manifiesta que su única duda sería que se saque a China de este cuadro porque está pegado al dólar.

El Consejero señor Manuel Marfán desea manifestar que a su parecer la pregunta de fondo es, si la apreciación que se está observando del peso en este último tiempo es un fenómeno chileno o no. Agrega que frente a esa pregunta, la respuesta sería analizar qué es lo que está pasando en otros países que tienen una política económica similar a la nuestra.

El Vicepresidente señor José De Gregorio indica que está de acuerdo con el Consejero señor Manuel Marfán. No obstante, señala que para él es muy fuerte lo que muestra el gráfico de Latinoamérica y en especial lo que sucede en Perú y Colombia. Menciona también que eso constituye para él uno de los aspectos más significativos de la coyuntura internacional respecto a lo que está pasando, y destaca que países que tienen *shocks* de términos de intercambio muy inferiores al nuestro se fortalecen. Piensa que está bien poner una columna con un índice, pero él está resaltando las cosas que le parecen sustanciales, más allá de los índices bilaterales.

El Gerente de División Política Financiera señor Pablo García indica que quiere efectuar un comentario respecto a lo señalado por el Gerente de Mercados Financieros Nacionales señor Beltrán De Ramón. Señala que a su parecer el tema cambiario tiene dos formas de enfrentarse. La primera, es preguntarse qué es lo que explica los 8 pesos que hemos visto las últimas dos semanas y toda la crisis en torno a eso, esto es, qué es lo que explica el nivel actual, y si es coherente con los fundamentales y, en segundo lugar, si esto nos preocupa o no.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

Agrega el señor García que en su opinión no debe usarse el primer planteamiento para tratar de argumentar lo segundo. Le parece que esta discusión es coyuntural, probablemente relacionada con lo que mencionó el Gerente señor De Ramón en el sentido que existiría una especie de sobreacción. Piensa que la sobreacción no está asociada al cambio de portafolio entre peso y UF, sino que la sobreacción se origina de una perspectiva de más crecimiento que levanta la tasa neutral que aprecia el tipo de cambio.

Al respecto, el Presidente señor Vittorio Corbo considera que, más que eso, se trataría de una sobreacción del mercado que cree que la inflación se escapó. Manifiesta que corresponde ser muy cuidadosos puesto que el mercado está leyendo más inflación que la que aprecia el Banco Central de Chile.

El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés señala que le parece acertado incluir más columnas respecto del tipo de cambio, e incluir todas las variedades posibles, pero hay que pensar en forma más comunicacional respecto del tipo de cambio multilateral. Estima que muy pocos analistas lo entienden.

El Consejero señor Manuel Marfán señala lo que le parece relevante frente a los movimientos de tipo de cambio que generan discusión pública y preocupación. Indica que es conveniente resolver si se trata de un fenómeno idiosincrásico chileno, o de algo que responde más bien a fuerzas internacionales. Lo anterior, en razón a que por el tamaño de Chile resulta más difícil defenderse de lo segundo, que de lo primero. Le parece que no hay que descartar nada, pero que la idea no es manipular la discusión, señalando que es algo que está sucediendo en todas partes. Indica el señor Consejero que él tiene una explicación alternativa, que solicita no incluir en la Minuta y que es mucho más idiosincrásica, que consiste en que a su parecer, esta brecha que se está viendo hace algunos meses entre el IPC de bienes y servicios, se parece mucho a una brecha entre transables y no transables. Frente a lo anterior, existen dos opciones para cerrar esa brecha. La primera, es que no haya una apreciación y, por lo tanto, sea más bien anticipo de una mayor inflación, que es una hipótesis posible. La segunda, es que el movimiento del tipo de cambio valide esa brecha con una apreciación, que es lo que ocurrió el año 2003, situación en la cual, frente a una misma brecha no se validó a través de una mayor inflación, sino que a través de una brusca apreciación. Agrega que ese no sería un fenómeno internacional, por lo que tiene la impresión de que es relevante saber frente a escenarios alternativos próximos, si lo que está pasando en el mercado cambiario es un fenómeno chileno y cuánto de ello es el reflejo de lo que también se está viendo en otras partes.

El Gerente de División Estudios señala, que desea comentar como antecedente adicional sobre el gasto público, el anuncio que se efectuó el 9 de mayo y que todavía no resulta posible procesar porque no se conoce la oportunidad de implementación. Indica que, aparentemente es coherente con la regla fiscal vía el uso de los intereses, pero macroeconómicamente relevante. Agrega el señor Valdés, que los anuncios totales del 21 de mayo del año 2006 eran de US\$ 130 millones y los anuncios a que se refiere son muy superiores, la mitad en regiones y la mitad en Santiago y equivale a algo menos de medio punto del PIB. Menciona, que en el extremo, si se construyeran paraderos del Plan Transantiago mañana, eso tendría un efecto macroeconómico mayor. Por otra parte, si ello se efectúa lentamente en varios años, es otra historia. Señala que le parece que es un tema que debe analizarse.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Presidente, señor Vittorio Corbo, suspende la Sesión a las 13.45 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° 107.

Se deja constancia que ingresa a la Sala el señor Ministro de Hacienda don Andrés Velasco Brañes.

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

El señor Gerente de División mencionado indica que en la Reunión de Política Monetaria de abril, el Consejo acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 5% anual, luego de igual decisión en febrero y marzo. Señala que en la decisión se consideró que el conjunto de antecedentes disponibles sugería que la inflación anual disminuiría durante los próximos meses con menor intensidad que lo proyectado en el último *IPoM*. Hasta ese momento seguía aumentando el dinamismo de la actividad interna, en línea con lo previsto en el último *IPoM*, y la inflación del IPC se ubicaba algo por debajo de 3%, similar a lo proyectado. Esto último conjugaba el efecto de la puesta en marcha del Plan Transantiago, un mayor precio de los combustibles respecto de enero y una inflación subyacente IPCX1 levemente mayor que lo previsto. Señala el señor Valdés que el comunicado respectivo quitó todo sesgo para la trayectoria futura de la Tasa de Política Monetaria.

Señala el señor Valdés, que desde la reunión anterior, las principales novedades son las siguientes:

- En el lado externo, el escenario continúa favorable, con Europa y Asia compensando la debilidad de Estados Unidos de América. Las tasas de interés de largo plazo se muestran estables en Europa y Japón, mientras que en Estados Unidos de América han tendido a caer, respondiendo principalmente, a noticias que apuntan a menores presiones inflacionarias. El dólar ha continuado depreciándose en términos multilaterales, acumula más de 4% con respecto al *IPoM* de enero.
- Menciona el señor Valdés que el precio del cobre ha aumentado a niveles en torno a US\$ 3,60-3,70, muy por encima del escenario de enero, y excediendo los niveles de los últimos dos meses. El precio del petróleo también se ha mantenido elevado, luego de aumentos mucho más moderados que los del cobre, mientras las gasolinas siguieron aumentando, hasta niveles muy por encima de lo que indicaría un margen de refinación histórico.
- En el mercado financiero interno, el cambio más notorio fue la reacción al alza de las tasas de interés de mercado, principalmente las de mayor plazo, que en otras oportunidades parecen haber sobrereaccionado, y a la baja del tipo de cambio, luego de conocidas las noticias de actividad e inflación. Los agregados monetarios continúan creciendo a tasas elevadas y el crecimiento del crédito sigue una leve moderación. Los mercados y los analistas asignan ahora, con alta probabilidad, una mantención de la Tasa de Política Monetaria por algunos meses, con leves aumentos posteriores.





BANCO CENTRAL DE CHILE

- El crecimiento de la actividad aumentó significativamente en marzo, por encima de lo proyectado. Ello deja el crecimiento del primer trimestre algo por encima de lo previsto en el *IPoM* de enero, en parte influido por novedades en sectores de recursos naturales. La encuesta de analistas da cuenta de una revisión al alza relevante para el crecimiento del año.
- Agrega el señor Gerente de División mencionado que la inflación de abril sorprendió al alza. En ello influyó un mayor IPCX1, explicado por el comportamiento del rubro salud y, al igual que en meses anteriores, por aumentos mayores que lo previsto en alimentos. Adicionalmente, hubo una importante contribución de los combustibles. Con ello, e incluso tomando en cuenta el efecto del Plan Transantiago, la inflación IPC a abril se ubica algo por encima de lo proyectado en el *IPoM* de enero. El IPCX1 a abril supera por 0,65 punto porcentual las proyecciones de enero.
- Hace presente el Gerente de División Estudios, que el ritmo de creación de empleos volvió a intensificarse en el último mes. Agrega que a las alzas que ha mostrado el Índice de Remuneraciones por Hora, ahora se suma el Costo de la Mano de Obra, que ha comenzado a aumentar su tasa de crecimiento. Con todo, los costos laborales unitarios continúan contenidos, debido al aumento de la productividad medida. El análisis de los microdatos apoya la idea de que la discrepancia entre el Índice de Remuneraciones por Hora y el Costo de la Mano de Obra es un tema de ponderadores de los índices.

Menciona el señor Valdés, que las proyecciones preparadas para el Informe de Política Monetaria de mayo consideran que, en el escenario base, la actividad crecerá por encima del potencial en este año y el próximo, 5,7% y 5,5%, respectivamente, cerrando la brecha de capacidad gradualmente durante los próximos trimestres. Las favorables condiciones externas, el impulso que proveen las condiciones financieras internas y la política fiscal, así como la entrada en operación de expansiones programadas en algunas industrias, apoyan este mayor crecimiento. Señala el Gerente de División, que la demanda interna crecerá en torno a un punto porcentual más que el PIB. La inflación disminuirá durante este trimestre y el próximo, principalmente por efecto base de comparación, aunque menos que lo proyectado en enero. Posteriormente, el cierre de las holguras de capacidad, el crecimiento de los costos laborales unitarios alineado con la meta y una inflación externa en dólares que modera su aumento llevan a proyectar que la inflación fluctuará en torno a 3% a partir del cuarto trimestre del año 2007. Indica, que todo esto ocurriría bajo el supuesto de mantención de la Tasa de Política Monetaria por algunos meses, para luego aumentar levemente, a un ritmo similar al implícito en los precios financieros prevalecientes antes del cierre estadístico del *IPoM*.

Indica el señor Gerente de División que con los antecedentes disponibles, es difícil justificar una opción distinta a la de mantener la Tasa de Política Monetaria en esta reunión.

De manera similar a como se discutió en septiembre del año 2006, un ejercicio completo de proyecciones de corto y mediano plazo provee poco espacio para argumentar en favor o en contra de opciones distintas a la trayectoria de la Tasa de Política Monetaria implícita en esas proyecciones, en particular cuando ese supuesto es de mantención. En esta oportunidad, el supuesto de que la Tasa de Política Monetaria se mantiene por algunos meses, para luego tener alzas leves o graduales, deja poco espacio para considerar alternativas a la mantención. El argumento considerado en las últimas reuniones, basado en que un recorte de la Tasa de Política Monetaria permitiría adelantar el cierre de brechas de inflación, respecto de 3%, y de actividad, respecto del PIB tendencial, ha perdido toda relevancia con el cambio de escenario central. La actividad ha retomado un dinamismo incluso mayor al proyectado con anterioridad, el IPCX1 ha sorprendido al alza y las medidas de tendencia inflacionaria no dan cuenta de una disminución.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

También cabe señalar, que desde el punto de vista del análisis de riesgos, aquéllos que podían haber justificado un recorte de tasas en los últimos meses, parecen haberse mitigado en lo más reciente. En particular, el crecimiento de los salarios medidos por los Costo de la Mano de Obra ha comenzado a aumentar, atenuando el riesgo de que los aumentos de costos sean muy reducidos. El nivel que alcanza el desempleo apoya esa evaluación. La compensación inflacionaria de un año en un año, que se ubicaba por debajo de 3%, hoy se ubica en torno a la meta. Por último, señala el señor Valdés que el escenario de inflación especialmente reducida que se esperaba para el corto plazo, que podría influir en expectativas de inflación a la baja, es ahora poco probable. Por su parte, los riesgos de inflación a la baja, dados por una eventual continuación de la evolución reciente que ha tenido el tipo de cambio, o porque podría darse ante una reversión rápida del precio internacional de combustibles y alimentos, no parecen suficientes para justificar una acción de política preventiva.

De otro lado, manifiesta el señor Gerente de División que algunos de los riesgos al alza de la inflación que se analizaron en los últimos meses son ahora parte del escenario central, en particular los *shocks* de oferta ligados a los mayores precios de alimentos y de combustibles. Otros riesgos inflacionarios al alza, como la discrepancia entre la inflación de bienes y servicios, y eventuales efectos de segunda vuelta de mayores precios de algunos *commodities*, siguen presentes, pero son acotados, por lo que no justifican adelantar aumentos de la Tasa de Política Monetaria. Por su parte, las consecuencias para la política fiscal del próximo año y para el desempeño macroeconómico del país de una eventual revisión significativa del precio de referencia del cobre, o de eventuales nuevos gastos, son un riesgo relevante, pero aún lejano en el tiempo. Finalmente, indica el señor Valdés que a lo anterior se suma un riesgo de menores brechas en los próximos trimestres, aunque también es prematuro ponderarlo para la decisión de hoy, dado que está influido de manera considerable por datos de un solo mes.

Por último, cabe destacar que prácticamente la totalidad de los analistas y participantes del mercado espera que se mantenga la Tasa de Política Monetaria en esta reunión, por lo que no cabe esperar cambios en los precios financieros clave si se decide por esta opción.

El Presidente señor Vittorio Corbo ofrece la palabra para comentarios.

El Gerente de Investigación Económica señor Klaus Schmidt-Hebbel señala que desde la Reunión de Política Monetaria de abril, se han producido significativas novedades en la economía mundial y local, que han intensificado la tendencia expansiva observada desde comienzos de año. La gran mayoría de estas novedades apuntan a un escenario de mayor crecimiento y de mayor inflación en Chile, en los siguientes 24 meses.

En cuanto a precios de *commodities*, indica el señor Schmidt-Hebbel que sorprende que continúe al alza el precio del cobre, que ha llevado a corregir las proyecciones del precio promedio del metal en 14% para el año 2007 y 12% para el 2008, lo que constituye un significativo cambio, con importantes implicancias para el gasto permanente del Gobierno a partir del año 2008. Agrega, que este hecho ha contribuido a la moderada apreciación cambiaria, nominal y real, observada desde la Reunión de abril, a lo que se agrega un pequeño aumento en el precio del petróleo, que ha llevado a corregir en 2% la proyección del precio promedio, tanto para el año 2007, como para el año 2008. Asimismo, los *shocks* de precios internacionales de granos se han reflejado en los precios domésticos de los alimentos.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

Señala el señor Gerente que en lo que respecta a la economía doméstica, ha sorprendido la fortaleza de la demanda agregada y del producto. El aumento en la proyección de crecimiento de la demanda interna, desde hace un mes a la fecha, es de 0,7% para el año 2007 y de 0,7% para el año 2008 y la corrección de la proyección del PIB es de 0,2%. Menciona también, que confirma este escenario el sorprendentemente vigoroso crecimiento del empleo total y asalariado, así como los aumentos de los índices de costo de la mano de obra y de remuneraciones, este último creciendo a la tasa más elevada observada en una década. Agrega, que de la misma manera sorprende este mes el comportamiento de la inflación, con novedades en varias categorías de inflación subyacente y no subyacente. Todo ello confirma un panorama diferente al de abril recién pasado y muy distinto al escenario base del *IPoM* de enero, particularmente para las proyecciones de inflación y las implicancias de política monetaria.

Como resultado de las novedades descritas, indica el señor Gerente, el actual escenario base del *IPoM* de mayo proyecta una inflación del IPC en 12 meses que estaría en torno a 2% en los siguientes 4 meses, pero ya se encuentra en un 3% en el cuarto trimestre de este año. Para los años 2008 y 2009, la inflación proyectada, en cualquiera de sus medidas, se ubica en torno a la inflación meta. Ello es congruente con un aumento de la brecha de producto, definida como la diferencia entre producto efectivo y producto tendencial, de 1,1 puntos porcentuales en los siguientes 24 meses, hacia el término del horizonte de política.

Agrega el señor Gerente de Investigación Económica, que también es coherente el escenario base del *IPoM* con la proyección del perfil futuro de la Tasa de Política Monetaria, que implica alcanzar un nivel proyectado de la tasa de política de 5,4% en 12 meses más y de 5,8% en 24 meses más. Con todo, el actual escenario de proyecciones del Banco Central de Chile, explícito en el *IPoM* de mayo, es muy coherente con las proyecciones de mercado y la Encuesta de Expectativas Económicas. Comparte el señor Gerente la opinión de los analistas y el mercado, respecto de proyecciones similares en crecimiento, inflación y visión general de la política monetaria, a diferencia de la situación de intensa disonancia cognitiva observada en enero de este año. Agrega que, siendo virtualmente inevitable la mantención de la Tasa de Política Monetaria en 5% en el día de hoy, cabe considerar la forma de comunicar al mercado la visión del Banco Central de Chile sobre su política futura. Al respecto, quiere contrastar la práctica habitual de algunos bancos centrales que se limitan a publicar su visión de política futura, a través de la selección de adjetivos relativos a la mayor o menor similitud con las curvas de mercado, con la exitosa experiencia de tres bancos centrales que publican sus proyecciones de tasas, evitando las ambigüedades y los malentendidos, como los que se han observado localmente en meses recientes.

El Gerente de División Internacional señor Esteban Jadresic, indica que durante el último mes se ha hecho un análisis bastante intensivo de la coyuntura y del ejercicio de preparación del *IPoM* y ese ha llevado al Banco Central de Chile a una revisión significativa del escenario de inflación y del crecimiento previsto, en comparación incluso, al que se estaba previendo hace sólo un mes. Hasta entonces agrega, las revisiones eran mínimas e incluso ambiguas. Ahora en cambio, producto de todo este análisis se está hablando de una revisión significativa que se refleja, claramente en las proyecciones para este año que muestran una revisión al alza del crecimiento desde 5,4% a 5,7%, y de la inflación de 2,3% a 2,8%. Señala el señor Jadresic que ha habido un cambio importante en el escenario central, en particular lo que se refiere a esperar ahora una mayor inflación y crecimiento en el corto plazo y este cambio es, a su juicio, justificado a la luz de los antecedentes que se tuvieron durante el último mes particularmente de actividad y en menor medida de precios y costos. También, cree que se justifica en parte por los desarrollos observados en la economía mundial, los cuales apuntan a



BANCO CENTRAL DE CHILE

un escenario de crecimiento más consolidado, con presiones financieras algo más ventajosas y especialmente, lo más importante, precios del cobre, gasolinas y alimentos, más altos que los considerados con anterioridad.

Menciona el señor Gerente de División, que estos elementos en conjunto apuntan a un mayor aumento del crecimiento y la inflación. Agrega que al preguntarse cómo debe reaccionar la política monetaria ante este cambio de escenario, señala que esto depende de cómo se interpreten estas mayores perspectivas de crecimiento de inflación, en particular cuánto de lo que se está viendo y esperando corresponde a *shocks* de oferta y de demanda, y a su juicio, no cabe duda que las sorpresas que se presentaron en este ámbito han estado asociadas, en parte relevante, a *shocks* de oferta, tanto por el lado de la producción de productos naturales, como en los precios de alimentos y combustibles.

Por otro lado, estima el señor Jadresic que es importante considerar que la economía dispone hoy de estabilizadores automáticos, marcos de política y de desarrollo de mercado frente a los *shocks* de demanda y eso queda claramente reflejado en las alzas recientes que se han visto en las tasas de interés, las cuales han subido en forma importante en el último tiempo e incluso, para los próximos trimestres, en términos de expectativas de tasas del Banco Central de Chile, algo por encima de lo que se ha estado considerando como supuesto de trabajo en los análisis y también, se reflejan en un mayor valor del peso que es otro elemento estabilizador frente a estos *shocks* de demanda. Cree el señor Jadresic, que las eventuales presiones de demanda tampoco deben minimizarse, por lo tanto, hay que considerar este elemento para la determinación de la política monetaria.

En ese contexto, agrega el señor Jadresic, que coincide en recomendar la mantención de tasa y adicionalmente, no dar un sesgo particular para movimientos en la tasa de política monetaria en los próximos meses.

El Gerente de División Política Financiera señor Pablo García, manifiesta que concuerda con la opinión de la Gerencia de División Estudios, en el sentido de que en esta ocasión es difícil argumentar por una opción distinta a la mantención de la Tasa de Política Monetaria. Indica que lo más relevante y difícil ha sido construir un nuevo escenario de mediano plazo para la política monetaria, dados los nuevos antecedentes que se manejan. Agrega que la construcción de un nuevo escenario de proyección ha permitido incorporar en buena medida el significativo cambio en la coyuntura que se ha observado en meses recientes y que se perfiló con mayor precisión con la última información disponible. Lo anterior, ha motivado que para este año se tenga medio punto adicional de crecimiento y de inflación. Indica el señor Gerente de División, que se trata de un cambio en perspectivas no marginal, estando probablemente dentro de los cambios significativos que hemos observado en años recientes. Estima que dadas las reglas habituales sencillas, este cambio en el panorama tiene implícito una modificación entre 50 y 100 puntos base en la Tasa de Política Monetaria, lo que es congruente con la variación en las perspectivas privadas, así como en la trayectoria implícita de la Tasa de Política Monetaria entre el *IPoM* pasado y el actual.

Indica el señor García que más allá de ejercicios mecánicos de proyección de la Tasa de Política Monetaria, es siempre difícil dibujar un escenario de política monetaria muy preciso, particularmente porque hay aspectos cuyas implicancias cuesta dilucidar. El primero se refiere a la persistencia de las noticias. Como se ha argumentado en otras oportunidades, ha sido solo en ocasiones que sorpresas de magnitud sean breves, ocurriendo por el contrario, una secuencia más persistente de noticias por el lado del crecimiento. Esto se vio inicialmente en el período 2003-2005, luego, en la desaceleración en el curso del 2006, y se ve interrumpida con los datos más recientes. En su opinión, no es descartable que se puedan ver en los



## BANCO CENTRAL DE CHILE

próximos meses, noticias que reafirmen o incluso acentúen el cambio de escenario. Dado los sesgos que han ocurrido, estima el señor Gerente de División que este escenario es más probable.

El segundo aspecto mencionado por el señor García, se refiere a las perspectivas privadas y el cambio en las visiones de mercado más recientes. Indica que el salto en las tasas de interés de largo plazo, así como la apreciación más reciente del peso, reflejan de manera relativamente correcta las implicancias sobre la Tasa de Política Monetaria de las noticias de crecimiento e inflación, con solo un aumento de 25 puntos base en la *forward* hacia fines de 2009. De hecho, la Encuesta de Expectativas Económicas, típicamente muy pegajosa, dio un salto significativo en perspectivas de crecimiento hasta un nivel similar al de las proyecciones internas. A su vez, no cree el señor Gerente que sea ilógico que la Tasa de Política Monetaria neutral se ubique en 7%, que de hecho era el nivel que se consideraba adecuado hace un año y medio y que solo se modificó una vez que se validó la trayectoria que el mercado indicaba, con tasas de largo plazo significativamente inferiores.

El tercer aspecto que agrega el Gerente de División señor García, se refiere a la naturaleza e implicancias del ciclo macro actual, en particular en relación con el escenario nacional de ahorro e inversión y de precios relativos que se han estado observando. Más allá del *switching* que en algunas ramas del sector industrial se discutió en Informes anteriores, estima que los datos revelan un cambio más generalizado en la estructura de la producción y la demanda interna, incluso en la composición de los precios en el IPC, y que se ha hecho probablemente más visible debido a la apreciación cambiaria más reciente. Estima que hace una comprensión más integrada de cómo estos fenómenos afectan el proceso inflacionario y la trayectoria de la política monetaria.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco manifiesta que va a ser bastante sintético. Primero, cree que más allá de las implicancias inflacionarias del nuevo escenario, lo que nos dice en cuanto a crecimiento, actividad y empleo, es un buen escenario y señala que parte entregando esta opinión, aunque parezca que es bastante obvio.

En segundo lugar, manifiesta que comparte algunas de las dudas que se han planteado, respecto a lo que el Gerente de División señor Pablo García llamó la persistencia de los *shocks* y, que más bien llamaría precios que le asignamos a las dos últimas observaciones en nuestro up grade de información y que tiene que ver con la reacción de mercado, pero no sólo con ella sino que con un modo en el cual nosotros como autoridad económica procesamos esta información. Agrega que los cambios de proyección en general son muy bruscos y que es preciso preguntarse cuál es la ponderación correcta de los últimos elementos de información, y si esa ponderación es exagerada dada la gran magnitud de los cambios observados. Indica el señor Ministro, que tiene la duda acerca de si no se ha tenido un papel demasiado violento y deja eso planteado, porque le parece que se debiera tener presente en las reuniones que se tengan en el futuro. Señala que si se hiciera el ejercicio mental de ver la economía chilena desde lejos y observar los titulares de la prensa financiera, el vuelco de un ambiente de pesimismo a uno de preocupación respecto a la actividad potencialmente excesiva y a una potencial alza de tasas, es algo que en otros países ocurre en el espacio de meses y aquí ocurrió en el espacio de días y eso nos debe llevar a congelar.

Como tercer punto respecto al fenómeno inflacionario, indica el señor Ministro, que destacaría dos elementos que le parece deben tenerse en consideración: uno, es el dato de elementos de oferta sobre elementos de demanda. Si se le asigna menos peso a los elementos de demanda que se han observado en las últimas seis semanas, tiene que quitarse peso a los elementos de ésta que tienden a ponderar más los fenómenos de oferta. Entre los fenómenos



BANCO CENTRAL DE CHILE

de oferta que llevan a una mayor inflación se cuentan, obviamente, el petróleo y los precios de los alimentos, pero como se ha sabido, la lectura que uno quiere hacer del vínculo entre efectos de oferta, por una parte, y de política monetaria, por la otra, es un asunto opinable y mucha gente comentaría que la cuenta de política monetaria, exclusivamente derivada de nuestra oferta debe ser bastante moderada. Al mismo tiempo, destaca otro elemento por el lado de oferta que no se ha mencionado al menos en la tarde y señala que no sabe cuánto se habrá enfatizado en la mañana, que es el impacto que tuvo el costo del tipo de cambio, que apunta exactamente en las otras direcciones y por lo tanto, si existen fenómenos de oferta que nos llevan a un escenario también de mayor inflación.

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

El Consejero señor Enrique Marshall, agradece al *staff* el material preparado para esta reunión.

Señala el señor Consejero que llegamos a esta reunión al finalizar el ejercicio de preparación del *IPoM* que será presentado en los próximos días, de manera que se cuenta con un diagnóstico bastante comprensivo de la trayectoria de la economía y con proyecciones revisadas tanto de actividad como de inflación.

En el frente externo, las condiciones reafirman su sello favorable. Las perspectivas de crecimiento global se muestran auspiciosas. Asimismo, se destaca el buen comportamiento de Europa, Japón y el Asia emergente, lo que compensa con creces la desaceleración económica de los Estados Unidos América. Sin embargo, la trayectoria futura de la economía norteamericana sigue planteando incertidumbres; se mantiene el riesgo que la desaceleración, aún acotada a ciertos sectores, se extienda internamente y sus efectos alcancen a otras regiones del mundo.

Indica el señor Consejero que en los países desarrollados, la inflación se mantiene como una materia de preocupación y ello se refleja en el discurso de sus respectivas autoridades monetarias.

Agrega que los mercados financieros operan normalmente y, salvo excepciones, dan por superados los efectos de las turbulencias de febrero/marzo de este año. Para la mayoría de los países emergentes, señala el señor Consejero, las condiciones financieras han evolucionado positivamente en lo más reciente. Por su parte, el dólar ha tendido a depreciarse respecto del resto de las monedas.

Hace presente el Consejero señor Marshall que los precios de los "*commodities*" permanecen en niveles altos, lo que resulta plenamente congruente con la evolución de la actividad global. En este aspecto se destacan, por los fuertes incrementos observados en los últimos meses, los precios del cobre y la gasolina. Indica que el precio del petróleo se ubica por sobre los US\$ 60 el barril, en una trayectoria por sobre lo anticipado en meses anteriores. Agrega que los precios de algunos alimentos se han sumado también a esta tendencia alcista.

En el frente interno, los agregados monetarios y crediticios mantienen sus elevadas tasas de crecimiento. Sin embargo, estos últimos vuelven a mostrar una parcial moderación en su ritmo de expansión.

40



## BANCO CENTRAL DE CHILE

El tipo de cambio, que había permanecido bastante estable, se ha apreciado levemente en las últimas semanas.

Señala el señor Consejero, que la demanda agregada crece a buen ritmo y se destaca el vigoroso crecimiento del consumo y el dinamismo de las importaciones de bienes de capital.

Por su parte, agrega el señor Consejero que las cifras de actividad se muestran positivas y se ubican por sobre lo proyectado con anterioridad. En lo más reciente, sorprende el alto registro del IMACEC del mes de marzo, con lo cual se eleva en forma significativa el crecimiento efectivo del primer trimestre. Indica que esta sorpresa no ha pasado desapercibida para los mercados financieros.

Comenta el Consejero señor Marshall, que la evolución del mercado laboral resulta bastante congruente con esta trayectoria de la actividad real. El empleo, y en particular su componente asalariado, crece vigorosamente. La tasa de desocupación se estabiliza en niveles bajos en términos históricos y los costos salariales crecen moderadamente, pero sus tasas de variación han tendido a subir.

Comenta que las cifras de inflación, en lo que va corrido del año son superiores a las previstas, pero además, contienen movimientos no anticipados de precios específicos que sugieren un panorama hacia delante distinto al proyectado con anterioridad. Como resultado, las proyecciones de corto plazo se han ajustado al alza.

Hace presente también que las expectativas de inflación aparecen bien alineadas con la meta, incluso en los plazos más cortos, lo que marca un cambio respecto de lo que se venía observando. Asimismo, agrega que el mercado ha reaccionado a las últimas cifras de actividad e inflación, introduciendo ajustes al alza en la curva de tasas. Con todo, las expectativas para los próximos meses y, específicamente, para esta reunión coinciden en que la Tasa de Política Monetaria no tendrá variaciones.

Señala el Consejero señor Marshall, que considerando todos estos antecedentes, le parece que la única opción razonable es mantener la tasa de interés en su actual nivel. Por otra parte, descarta la opción de una baja porque no le parece necesario ni conveniente introducir un nuevo impulso monetario en las actuales circunstancias. Indica que la demanda crece vigorosamente y la actividad lo hace por sobre su tendencia. Si bien la inflación pasará por un período de bajos registros, todo apunta a que ésta convergerá al 3% en el horizonte de política, incluso más rápidamente que lo anticipado. El riesgo de un crecimiento débil y una inflación baja por un tiempo prolongado, que estuvo presente en nuestros análisis, se ha disipado por la concurrencia de varios factores, entre ellos, las propias acciones o decisiones de política monetaria.

Manifiesta el Consejero señor Marshall, que descarta al mismo tiempo la opción de un alza, porque la inflación se encuentra contenida, los costos laborales crecen moderadamente y las cifras de actividad muestran mayor dinamismo dentro de rangos acotados. Agrega, que si bien el IMACEC de marzo estuvo por sobre lo esperado, no le parece prudente extrapolar tendencias a partir de ello. La información disponible para apreciar bien la fuerza del ciclo por el que se atraviesa le parece aún insuficiente.

En suma, el Consejero señor Enrique Marshall indica que su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria en 5,0%.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

El Consejero señor Manuel Marfán, señala que agradece, como es habitual, el análisis del *staff*. Indica que en esta ocasión es beneficiosa la cercanía del Informe de Política Monetaria de mayo, ya que actualiza nuestro escenario central.

Agrega el señor Consejero que en lo grueso, la proyección de inflación hacia fines del horizonte de política se ubica establemente en torno al centro del rango meta, con un supuesto de Tasa de Política Monetaria estable por algún tiempo en su nivel actual. Este nuevo escenario central incorpora las sorpresas o desviaciones que hubo respecto del anterior escenario central, especialmente de los cambios en los precios internacionales, tales como, petróleo, cobre, *commodities* agrícolas y *crack spread* principalmente y, en lo interno, con los efectos sobre el IPC del Plan Transantiago. Señala también que en lo interno, el nuevo escenario está compatibilizado con la nueva compilación de referencia de Cuentas Nacionales e incorpora una aceleración marginal de la actividad, respecto del escenario anterior. También considera una normalización de los costos laborales unitarios, que ya se está evidenciando, sin que ello signifique que ese escenario central contemple presiones de costos provenientes del mercado laboral. Asimismo, el señor Consejero señala que el escenario central considera el efecto de la depreciación del dólar estadounidense en los mercados internacionales y que ese escenario asume que no habrá movimientos idiosincrásicos chilenos en la paridad del peso. Con estos antecedentes, y sin perjuicio de los riesgos en torno al nuevo escenario central, concuerda el Consejero señor Marfán con la Gerencia de División Estudios en el sentido que resulta difícil considerar una opción distinta a la de mantener la Tasa de Política Monetaria en su actual nivel.

Finalmente, señala que el mercado parece haber sobrerreaccionado a las más recientes noticias de actividad e inflación con una elevación de las tasas de interés y una apreciación del peso que difieren, en el margen, de lo contemplado en el nuevo escenario central. Lo anterior, se hará explícito cuando se haga público el nuevo Informe de Política Monetaria y le parece razonable pensar que el mercado se ajustará.

Por estas razones, el Consejero señor Manuel Marfán manifiesta que su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual de 5%.

El Consejero señor Jorge Desormeaux, señala que quiere agradecer el trabajo del *staff* del Banco en la preparación de los antecedentes para esta Reunión de Política Monetaria, así como los valiosos comentarios que se han entregado.

Indica que en las Reuniones de Política Monetaria de los últimos meses, el Consejo resolvió mantener inalterada la Tasa de Política Monetaria esencialmente debido a que los riesgos de que la inflación futura se ubicara por encima del escenario central del *IPoM*, nuevamente habían crecido.

Los antecedentes más recientes, y particularmente aquéllos del mes de marzo, sugieren que muchos de estos riesgos se han materializado y que han aparecido otros nuevos.

Señala el señor Consejero, que en el plano internacional el escenario continúa favorable, tanto en materia de actividad como en relación con las condiciones financieras. En este plano, le parece que existen dos desarrollos que llaman la atención: uno, la fuerte depreciación del dólar de los Estados Unidos de América, 4% en relación a enero y, en segundo lugar, la fortaleza de los precios de los *commodities*, en particular del cobre, pero también del petróleo y los alimentos, que se encuentran por encima de lo previsto en el mes de enero.

hp





## BANCO CENTRAL DE CHILE

En el plano interno las condiciones financieras siguen siendo favorables, lo que se refleja en la evolución de los agregados monetarios y del crédito. Por su parte, en el plano financiero interno, señala que la principal novedad está en el alza que han experimentado las tasas de interés, que han revertido la baja observada en los meses anteriores, así como la del tipo de cambio. Indica el señor Consejero que ello está estrechamente ligado a las noticias sobre actividad e inflación de las últimas semanas.

Señala el Consejero señor Desormeaux que como ya se ha comentado, el fuerte crecimiento de la economía en el mes de marzo ha sido el catalizador de un cambio significativo de percepción en nuestro propio escenario central. Agrega que, si bien el repunte de la actividad era en parte predecible, las cifras de actividad del mes de marzo han dado lugar a un importante cambio en las expectativas del mercado, que ha revisado sus proyecciones de crecimiento hacia el alza.

Agrega que a las noticias de actividad se han sumado también otras en el plano de la inflación, donde no solo la subyacente IPCX1 ha sorprendido al alza, sino también la inflación total medida por el IPC.

En suma, señala el señor Consejero, los riesgos de una inflación más elevada que se identificaron en los meses previos, han terminado por materializarse y han surgido otros nuevos.

El nuevo escenario central de proyecciones elaborado en el Informe de Política Monetaria de mayo, proyecta un crecimiento superior al potencial en el año 2007 y en el año 2008, con un cierre de brechas más rápido que el previsto en enero. Ello, unido a un panorama inflacionario con una convergencia más rápida de la inflación total y subyacente al centro del rango meta, no deja otra alternativa que la mantención de la Tasa de Política Monetaria en el día de hoy. Lo anterior se ve reforzado por el reciente ejercicio de proyecciones de corto y mediano plazo realizado en torno al *IPoM* de mayo, que apunta en la misma dirección.

Por lo anterior, el Consejero señor Jorge Desormeaux indica que vota por la mantención de la Tasa de Política Monetaria en 5,00%.

El Vicepresidente señor José De Gregorio, señala que las noticias acumuladas desde hace un par de meses han significado desviaciones no menores del escenario central que contemplábamos en enero. Si bien el escenario externo en materia de actividad económica se mantiene auspicioso, las noticias del precio de petróleo y en particular de las gasolinas, así como el precio de los granos, han resultado en un *shock* significativo sobre las perspectivas inflacionarias, en particular las que se tenían para el primer trimestre de este año. Por su parte la actividad, si bien con cifras coherentes con lo esperado para el primer trimestre, muestra una evolución algo dispar al interior del trimestre. En particular, los datos puntuales del último mes mostrarían un mayor dinamismo que puede tener implicancias para la velocidad del cierre de brechas.

Indica el señor Vicepresidente que este es, por lo tanto, un escenario con algo más de inflación. Efectivamente, se está con inflación subyacente cercana a medio punto más de lo que se preveía hace unos meses, la que incluso se da en el IPC total, a pesar del impacto negativo que tuvo la entrada en operación del Plan Transantiago. Sin embargo, al revisar el conjunto de indicadores alternativos de inflación subyacente, éstos muestran que las presiones observadas actualmente no serían persistentes ni estarían incubando efectos indeseados de segunda vuelta.

40



## BANCO CENTRAL DE CHILE

Desde el punto de vista de las implicancias de política monetaria, esto ciertamente es coherente con haber quitado el sesgo a la baja de la Tasa de Política Monetaria, en un escenario que dada la evolución esperada de la inflación, contemplaba un aumento del impulso monetario. El mercado financiero ya ha internalizado parte de este escenario y, en consecuencia, ha elevado las tasas de interés de largo plazo.

Señala el señor Vicepresidente que sin embargo, es importante también analizar la evolución de los determinantes más fundamentales de la inflación, en particular los costos laborales y márgenes, mostrándose en ambos casos cifras contenidas que no estarían señalando aumentos excesivos de la inflación, la que se espera se acerque gradualmente al centro del rango meta, a pesar de algunos vaivenes transitorios. Agrega que en particular, los costos laborales siguen contenidos, con indicadores en el margen que en todo caso revelan ciertos riesgos, especialmente en cuanto al aumento de los índices de remuneraciones y costos de la mano de obra, los cuales hasta ahora han sido absorbidos por incrementos de productividad. Señala también, que podría haber presiones de salarios en un mercado laboral más estrecho, aunque por otra parte, no se puede descartar que la tasa de desempleo no inflacionario pueda ser menor que la que se ha considerado tradicionalmente.

Por lo anterior, opina el señor Vicepresidente que hoy se hace prudente mantener la tasa de interés y poner especial atención en la propagación del aumento de los precios de granos y combustibles, así como las implicancias que tendría un escenario de crecimiento más vigoroso.

Asimismo, señala que otro antecedente que también es importante, es la reciente evolución del tipo de cambio, que podría generar presiones a la baja de la tasa, aunque las magnitudes de las fluctuaciones actuales no son suficientes para tener un impacto significativo.

Por otro lado, indica que no se puede descartar que la reversión de los precios externos que han afectado significativamente a la inflación puedan ser de una magnitud y *timing* tal, que volvamos a un escenario de reducción de las presiones inflacionarias.

En este escenario, en que se observan antecedentes que pueden generar tanto aumentos de la inflación, como disminuciones, señala el Vicepresidente señor José De Gregorio, le parece que la decisión más adecuada es mantener la Tasa de Política Monetaria en 5%, y por consiguiente vota en tal sentido.

El Presidente señor Vittorio Corbo, señala que agradece al *staff* el excelente trabajo de preparación para esta Reunión, como también el realizado en todo el ejercicio de preparación del *IPoM* que se está completando y que es parte integral del material que se ha utilizado en esta ocasión.

Menciona el señor Presidente, que el entorno externo continúa siendo muy favorable, tanto en actividad como en condiciones financieras, mientras que los precios de los productos primarios se mantienen altos.

En la economía nacional, comenta el señor Presidente, el repunte observado en la actividad el cuarto trimestre del año 2006 se afirma en los primeros meses del año 2007. En particular, destaca el alto crecimiento de la actividad en marzo y las buenas cifras parciales de abril. Lo anterior, apoyado por un entorno externo favorable, el impulso que aportan las condiciones financieras internas, la política fiscal y la entrada en operación de expansiones de



BANCO CENTRAL DE CHILE

capacidad programadas en algunas industrias. Indica, que este cuadro consolida una situación donde el producto crecería este año por encima de de tendencia, contribuyendo a un cierre progresivo de las brechas de capacidad.

Señala que en cuanto a la inflación, las últimas cifras también muestran niveles algo por encima de lo esperado en el escenario base de enero, particularmente impulsados por mayores precios internacionales de gasolina y de alimentos y por mayores precios de productos y servicios relacionados con la salud; el IPCX1, influido por los precios de los alimentos no perecibles y los precios de la salud, supera en torno a medio punto las proyecciones de enero, pero igual se ubica bajo el 3%. En paralelo, las diferentes medidas de expectativas de inflación se encuentran bien ancladas en torno al 3%. Hacia delante, indica el Presidente señor Corbo, el cierre progresivo de las brechas de capacidad que contempla el escenario base del *IPoM* de mayo, debiera contribuir a que la inflación IPCX1 siga aumentando para acercarse al 3%, durante el tercer trimestre del año, y converger al 3% en el horizonte de política, con un alza moderada en la Tasa de Política Monetaria a partir de sus valores actuales. En estas circunstancias, le parece que la evolución futura de la inflación del IPC estará afectada además, por la evolución de los precios de los combustibles y las tarifas reguladas; para los próximos meses, sólo por efecto base de comparación, se estima que ésta debiera descender a valores en torno al 2% en el segundo y tercer trimestre, para luego ir convergiendo gradualmente al 3%.

Manifiesta que hacia delante será necesario estar atentos a la persistencia de los desarrollos recientes, para poder así validar las proyecciones del *IPoM* y evaluar el curso futuro de la política monetaria, para poder mantener la inflación en torno a la meta.

En vista de lo anterior, el Presidente señor Vittorio Corbo señala que es razonable, en esta ocasión, mantener la tasa de instancia en 5%, por lo cual vota en consecuencia.

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

107-01-070510 – Tasa de Política Monetaria.

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

El escenario externo relevante para la economía chilena continúa favorable. La actividad económica mundial se expande con vigor, el precio del cobre se mantiene elevado y las condiciones financieras siguen ventajosas. Los precios del petróleo y de sus derivados, especialmente la gasolina, así como los de algunos alimentos, permanecen altos.

hp



BANCO CENTRAL DE CHILE

La información disponible confirma un mayor crecimiento de la actividad interna en el primer trimestre de este año, algo por encima de proyecciones previas. El consumo sigue robusto y tanto la inversión como las exportaciones han retomado dinamismo. El empleo asalariado continúa aumentando y las condiciones financieras internas son favorables.

La inflación del IPC se ubica por debajo de 3%, aunque algo por encima de lo proyectado en enero. En lo más reciente, ésta ha sido influida por el precio de los combustibles y una inflación subyacente IPCX1 (que excluye combustibles, perecibles y algunos servicios regulados) mayor que lo previsto, especialmente por un alza en el precio de los alimentos. Medidas alternativas de la tendencia inflacionaria no muestran cambios relevantes. En lo más reciente, el crecimiento de los costos laborales ha aumentado desde tasas relativamente reducidas. Las expectativas de inflación a mediano y largo plazo permanecen ancladas en torno a 3%.

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 para lograr este objetivo dependerán de la nueva información que se acumule y de sus implicancias sobre la inflación proyectada. "

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17.20 horas.

JOSÉ DE GREGORIO REBECO  
Vicepresidente

VITTORIO CORBO LIOI  
Presidente

MANUEL MARFÁN LEWIS  
Consejero

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ  
Consejero

ENRIQUE MARSHALL RIVERA  
Consejero

ANDRÉS VELASCO BRANES  
Ministro de Hacienda

JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR  
Ministro de Fe (S)



## BANCO CENTRAL DE CHILE

### ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 109 celebrada el 14 de junio de 2007

---

En Santiago de Chile, a 14 de junio de 2007, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Vittorio Corbo Lioi y con la asistencia del Vicepresidente don José De Gregorio Rebeco y de los Consejeros don Jorge Desormeaux Jiménez, don Manuel Marfán Lewis y don Enrique Marshall Rivera.

Asiste el señor Ministro de Hacienda, don Andrés Velasco Brañes.

Asisten también:

Gerente General, don Alejandro Zurbuchen Silva;  
Subgerente General, don Leonardo Hernández Tagle;  
Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldívar;  
Gerente de División Operaciones Financieras, don Esteban Jadresic Marinovic;  
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Igal Magendzo Weinberger;  
Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;  
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;  
Gerente de Mercados Financieros Nacionales, don Beltrán De Ramón Acevedo;  
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; y  
Secretario General, don Jorge Court Larenas.

El Presidente señor Vittorio Corbo fija la fecha de la Sesión de Política Monetaria del mes de diciembre de 2007, para el día 13 de ese mes. Agrega, que para la presentación del Informe de Política Monetaria correspondiente al mes de enero de 2008, se encuentra en conversaciones con el señor Presidente de la Comisión de Hacienda del Senado, para acordar la fecha que, estimativamente, podría ser el día miércoles 16 de enero de 2008.

El señor Presidente señala que, como es habitual, se dará inicio a la presentación del informe económico y financiero de la Gerencia de División Estudios, el cual será presentado en la parte internacional, por el Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann B. y, en la parte nacional, por el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Igal Magendzo Weinberger.

El Presidente señor Vittorio Corbo ofrece la palabra al Gerente don Sergio Lehmann Beresi, para que inicie la exposición.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann, señala que en lo referente al escenario internacional, las tasas de interés a largo plazo han aumentado en torno a 50 puntos base en Estados Unidos de América, algo menos en Europa, frente a señales más dinámicas de lo anticipado y el consiguiente mayor riesgo de presiones inflacionarias. Indica el señor Lehmann que se han disipado las posibilidades de recorte de Tasa de Política Monetaria en Estados Unidos de América; incluso el mercado incorpora hoy aumentos de tasa hacia fines de año, mientras que en la Zona Euro, además del aumento recientemente efectuado por el Banco Central Europeo, se esperan dos alzas adicionales durante el año 2007. Agrega que en Japón no hay cambios en las perspectivas de movimiento de la Tasa de Política Monetaria.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

Respecto a las perspectivas de crecimiento mundial, el Gerente de Análisis Internacional indica que éstas se han afirmado en torno al 5% para el bienio 2007 – 2008, no obstante ha cambiado ligeramente la composición, mostrándose mayor dinamismo en Asia emergente y en Europa.

Indica el señor Lehmann que en materia de commodities, el precio del petróleo aumentó en torno al 6% durante el mes, debido a tensiones geopolíticas; una tormenta en el Golfo Pérsico; y una fuerte demanda de combustible en Estados Unidos de América. También destaca una brecha inusual entre el precio del petróleo *Brent* y el *WTI*, por factores puntuales del mercado del petróleo; no obstante esto lleva a ajustar al alza la trayectoria para el precio de la gasolina, materializándose uno de los riesgos que fueron previstos en el *IPoM*.

En lo que dice relación al precio del cobre, éste ha retrocedido casi un 10% durante el mes, lo que se encuentra en línea con el escenario base planteado en el último *IPoM*. Indica el señor Lehmann que en los mercados emergentes ha continuado una contracción de premios por riesgo, en tanto los premios soberanos han seguido disminuyendo.

Respecto a indicadores de actividad en Estados Unidos de América, señala el Gerente de Análisis Internacional que éstos son predominantemente positivos. Destaca el Índice de Confianza de Consumidores que está claramente manifestando un valor mayor al que se preveía. Indica que la producción industrial también fue sustancialmente mayor a lo que se proyectaba.

Señala el señor Lehmann que en relación al mercado laboral, tal como ya se ha observado en meses y semanas anteriores, ha continuado mostrando un leve dinamismo. El ISM, tanto manufacturero como no manufacturero, también ha sido leído positivamente por valores que han sido mayores a los que se anticipaban, y se mantienen elementos vinculados con el mercado inmobiliario. En consecuencia, ha continuado el ajuste en ese sector y en cuanto a precios, destaca que éstos se han mantenido acotados. No obstante estos indicadores positivos, el ajuste del mercado inmobiliario ha continuado. Se tienen cifras del inicio de vivienda y mercado de la construcción que se mantienen en el área negativa, e índices de precio de viviendas que han mantenido una trayectoria más bien decreciente.

Señala el Gerente señor Lehmann que a pesar de lo anterior, el mercado laboral se ha mantenido dinámico, y se observan cifras de tasas de desempleo que se han mantenido relativamente bajas respecto a las históricas, así como también la creación de empleo que ha mantenido una dinámica importante. Indica el señor Lehmann que el consumo además es apoyado por buenos indicadores de confianza. *The Conference Board* ha mantenido en términos de tendencia una trayectoria más bien positiva, lo que está en línea con el comportamiento que ha mantenido el consumo. Destaca especialmente la recuperación de la inversión no residencial, un elemento que fue una preocupación en los primeros meses del año. Se observa que el dato de crecimiento fue positivo en el primer trimestre y adicionalmente las órdenes de bienes de capital muestran también una recuperación. Subraya el señor Lehmann que el índice que recoge la probabilidad de recesión en Estados Unidos de América, que en algún momento fue también motivo de preocupación, hoy ha caído de manera significativa y no recoge las últimas cifras, por tanto, la posibilidad de que haya un aterrizaje brusco en Estados Unidos de América ha tendido a disiparse, en línea con los indicadores que se han observado más recientemente y también el hecho que la pendiente de la curva de rendimiento es hoy más bien positiva.

En cuanto a la inflación, señala el Gerente de Análisis Internacional que ésta se muestra controlada. Sin embargo, aparecen riesgos de mayores presiones, lo que está en línea con los indicadores de actividad que han sido más altos de lo previsto. No obstante, quiere mencionar que de todas maneras, lo que se refiere a la compensación inflacionaria medida a través de las tasas de interés, no muestra expectativas de inflación más altas, sino que aparece como un riesgo ante las cifras de actividad más dinámicas que lo previsto.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

El Gerente de Análisis Internacional menciona que respecto a la Zona Euro, se fortalece el escenario positivo, predominando las buenas noticias, sentimiento económico, órdenes industriales, confianza, y particularmente el PIB. En cuanto a inflación, las cifras han estado en línea con lo que se anticipaba. Destaca el señor Lehmann que se publicó recientemente el crecimiento de Europa del primer trimestre y la diferencia es por composición y es la demanda interna hoy la principal fuente de crecimiento. Agrega que solo las exportaciones netas están contribuyendo, ligeramente asociado a importaciones, que han crecido de manera más importante que el trimestre anterior, así como también las exportaciones que comienzan a desacelerarse. Finalmente, señala que la demanda interna es el principal contribuidor del actual crecimiento de Europa.

Manifiesta el Gerente de Análisis Internacional que la inflación en Europa también se muestra acotada, pero aumentan los riesgos de presiones. La inflación del mes de mayo fue de 1,9% igual que el mes anterior. Asimismo, indica que la inflación está acotada, pero en la medida que están cerrándose cada vez con mayor fuerza las brechas de capacidad, las presiones o los riesgos de presiones se mantienen latentes.

Respecto a Japón, manifiesta el señor Gerente que las perspectivas positivas se extienden también a esta economía, en donde predominan las noticias positivas, solamente unos *lay out* asociados a producción industrial. Destaca especialmente el gasto de capital del primer trimestre asociado a inversión, el que ha crecido de manera significativa. Informa que se publicó recientemente el PIB del primer trimestre, el que fue mayor a lo que se había registrado anteriormente, 3,3% versus 2,4% que era la cifra preliminar. En términos de exposición, señala el señor Lehmann que se observa que hay un fortalecimiento de la contribución que hace la demanda interna. Sin embargo, las exportaciones netas continúan siendo, de todas formas, un elemento importante para explicar la dinámica de crecimiento en Japón. La inflación se ha mantenido en la zona negativa, particularmente la inflación *core*, y se espera que hacia el segundo semestre comiencen a observarse inflaciones en doce meses positivas, en línea con la dinámica que ha tenido la demanda interna.

Respecto a crecimiento, el Gerente de Análisis Internacional señala que no hay cambios importantes referentes a lo que se había previsto en mayo para el 2007 como tampoco para el 2008, no obstante la existencia de una ligera corrección al crecimiento para Estados Unidos de América, lo anterior de acuerdo al *Consensus Forecast*.

Indica el señor Lehmann que en Asia y Europa se observan registros al alza. Destaca el señor Gerente que hoy los bancos de inversión están revisando sus proyecciones de crecimiento para Estados Unidos de América, en línea con los indicadores de actividad que se han visto, los que están anticipando un segundo trimestre muy dinámico, por tanto, no sería extraño que próximamente observemos revisiones al alza del crecimiento de Estados Unidos de América.

Respecto a commodities, el precio del cobre durante este mes ha retrocedido, lo que está en línea con lo que se preveía, y actualmente se está cotizando aproximadamente a US\$ 3,30. Por su parte, la volatilidad se ha mantenido en niveles relativamente similares a los históricos. En el caso del precio del petróleo, éste aumenta, pero posiblemente la noticia más importante que se ha recogido es que el WTI está bastante desalineado respecto a otros referentes, particularmente el *Brent* y el *Light Sweet Louisiana* que es un petróleo muy parecido al WTI. Destaca el señor Lehmann que lo importante de esta medición es que se encuentra bastante desalineada y que se observa que el *spread* entre el *Brent* y el *WTI* debería estar en torno a US\$ 2, que es el promedio histórico. Señala el Gerente de Análisis Internacional que esta medición es negativa desde hace dos meses aproximadamente, lo cual resulta inusual y se debe fundamentalmente a un asunto coyuntural asociado al petróleo *WTI*. Agrega que resumiendo lo anterior, estima que el *WTI*, como referente ha perdido significación, por lo cual este fenómeno debería ser transitorio y tendería a normalizarse hacia fin de año.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

Comenta que recogiendo esta situación que existe en el mercado del petróleo, en el gráfico que se presenta se muestra primero la proyección que se tenía en el *IPoM* y los futuros para el petróleo, y que éstos son muy similares. Asimismo, se recoge en dicho gráfico, cuál fue el comportamiento del petróleo *Light Sweet Louisiana* que, como señaló, es muy similar en términos de calidad al petróleo *WTI*, el cual ha estado más alto. De la proyección efectuada, tanto para el petróleo *Louisiana* como para el petróleo *WTI*, éstos tenderían a converger a niveles similares y de hecho en línea con lo que se había previsto hacia el 2008 en el *IPoM* pasado, pero deberían converger a niveles equivalentes de aquí hacia fines de año. Señala que se hacen estas dos proyecciones, ya que para efectos del modelo gasolina es relevante identificar qué petróleo se utiliza y se ha estimado relevante utilizar como referente como insumo para el modelo gasolina el petróleo de *Louisiana*.

El Gerente de Análisis Internacional señala que tal como se había planteado al inicio de la exposición, aparece la probabilidad de un aumento de tasa hacia fin de año en Estados Unidos de América. Agrega que en esta nueva forma de presentar el gráfico se está usando la técnica de las opciones, lo que está directamente recogido de *Bloomberg*. Destaca el señor Lehmann que al 12 de mayo se esperaban cambios mayores en la reunión de octubre y una caída en la tasa a diciembre. Hace presente que se espera mayoritariamente una mantención en la tasa de política monetaria para octubre. Señala el señor Lehmann que esa es la principal lectura que se puede sacar de estas posibilidades.

Respecto a las tasas de interés, indica el Gerente de Análisis Internacional que éstas han aumentando en torno a 50 puntos base en Estados Unidos de América, algo menos en Europa en torno a 40 puntos base y en Japón en alrededor de 20 puntos base, en línea con los indicadores de actividad que han resultado positivos.

Por otro lado, en cuanto a paridades, señala el señor Lehmann que éstas han sido heterogéneas, al observar moneda por moneda, destacándose la apreciación del Real, depreciaciones en México, Chile, Yen y Euro. Asimismo, resalta también la apreciación que se produjo en Nueva Zelanda. También se observan apreciaciones en Canadá, mientras que el multilateral de Estados Unidos de América está relativamente estable, si se presta atención el último mes.

Comenta el Gerente de Análisis Internacional, señor Sergio Lehmann que en cuanto a las bolsas, éstas han mantenido rendimientos positivos y destaca especialmente la evolución de ellas en América Latina y Asia emergente.

Respecto a spreads, éstos han continuado a la baja. Por otra parte, el MB Global presenta cierta volatilidad, pero ha mantenido una tendencia más bien marginal hacia la baja. Por su parte, en América Latina ocurre algo parecido, al igual que en Asia y Europa y en cuanto al *spread* de Chile, menciona el señor Lehmann que ha tenido marginalmente un alza, pero está más o menos en línea con el *spread* de los bonos de empresas A. En cambio, los *high yield*, con baja apreciación de riesgo, se han observado cayendo más menos en línea con lo ocurrido con economías de mayor riesgo.

El Presidente señor Vittorio Corbo agradece la presentación del señor Lehmann y ofrece la palabra para comentarios.

El Vicepresidente señor José De Gregorio señala que le da la impresión de que el petróleo *Louisiana* y *WTI* estaban muy parecidos en septiembre. La pregunta es, en la proyección que se presenta, cuál es el precio relevante para la economía chilena desde el punto de vista inflacionario y de costo. Por lo expuesto le da la impresión que debe ser petróleo *Louisiana*, pero en el gráfico que se está usando, muestra el *WTI* como un promedio.





## BANCO CENTRAL DE CHILE

El Gerente de Análisis Internacional señala que lo que pasa es que formalmente, al menos a público, se da como referente el *WTI* y los bancos de inversión siguen usándolo como referente del mercado internacional.

Agrega el Gerente señor Lehmann que para la gasolina se está utilizando también el *WTI* y se estima que también es el referente para efectos de cálculo general, para términos de intercambio y otros elementos que tienen impacto sobre la economía chilena. Sin embargo, considera que actualmente, el petróleo *Louisiana* es un mejor referente para efectos de ese análisis, porque la coyuntura particular del *WTI* está distorsionada, puesto que presenta un fenómeno muy particular que sucede con el acopio de petróleo *WTI*, inusualmente alto en un lugar, lo que ha ocasionado que su precio deje de ser un referente.

El Consejero señor Manuel Marfán comenta que para fines del horizonte de proyección, ésta se alinearía, pero debería contar este escenario con alrededor de US\$ 10 de diferencia por barril, entre lo que nosotros proyectamos y lo que se está observando, es decir, una historia de inflación distinta. Agrega que la reflexión que está efectuando es si valdrá la pena modificar el modelo con solo este cambio, atendida la implicancia que tiene, no para esta oportunidad, pero sí para hacer un mejor diagnóstico, porque el escenario central quedaría desalineado con demasiada rapidez.

El Gerente de Análisis Internacional señala que para el *IPOM* ya se tenía un desalineamiento entre lo que era el precio de la gasolina y el precio del petróleo, lo que cambia de alguna manera la proyección del precio de gasolina. Lo señalado la hace más persistente, porque el *crack* que se tiene que revertir es menor que el que se estaba observando, pero es de menor magnitud que la sorpresa que se presenta ahora.

El Presidente señor Vittorio Corbo señala que el tema planteado por el Consejero señor Manuel Marfán se evaluará para determinar la implicancia en el escenario base.

El Gerente de Análisis Internacional señala que entiende que las proyecciones de inflación ya han considerado la peculiaridad del mercado y corrigen por ese factor. Agrega el señor Lehmann que dado el ajuste, las nuevas trayectorias y los nuevos antecedentes sugieren, de todas maneras, elevar la proyección del petróleo *WTI* de US\$ 62 a US\$ 64 el barril, lo que no constituye un cambio demasiado importante y además, se encuentra alineado con lo que están anticipando los bancos de inversión. Indica que para el año 2008 el cambio no resulta significativo.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco comenta que en reuniones sostenidas recientemente en Nueva York, le sorprendió la dispersión de precios de proyecciones para el año 2008.

El Gerente señor Lehmann señala que la evolución del precio de la gasolina 93 Costa del Golfo, en general ha mostrado más volatilidad que en niveles más recientes y la tendencia ha sido con ciertas fluctuaciones, hacia la baja, pero se mantiene en niveles excepcionalmente altos. Le parece que mirando exclusivamente lo que se refiere a este mercado, dejando de lado todo lo que puedan ser distorsiones vinculadas con mercado del petróleo, se observan bajos inventarios de la gasolina, respecto a situaciones históricas en relación a la demanda que se observa.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

Explica el señor Gerente que en la proyección del precio de la gasolina, lo que se hizo fue incorporar el petróleo *Louisiana* como un insumo para efectos del modelo, de manera de tener incorporado este aspecto más particular del mercado del petróleo, que presenta movimientos debido a la estacionalidad y por tanto, tiende a subir en los meses en los cuales comienza el período de verano.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Esteban Jadresic señala que podría tratarse de adelantos de producción y que se podría afirmar que el precio está muy alto, pero si se tiene en *stock* nada se puede hacer ya que el precio sigue alto. Por esa razón, le parece que la probabilidad de tener pendiente negativa es mayor que tener una pendiente positiva fuerte. En todo caso, no recuerda haber visto una situación tan extrema en un plazo tan corto.

Por otro lado, respecto al precio de los granos, el Gerente señor Lehmann indica que lo que se está observando es que el precio de esos productos ha estado más alto que lo anticipado. En el caso del maíz ocurre básicamente lo mismo. Los precios han estado algo por sobre lo que se había previsto y en este informe se está sugiriendo cuál va a ser su trayectoria hacia delante.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que respecto al gráfico de las tasas de interés de largo plazo, no se aprecia que haya habido aumentos tan pronunciados en un período tan corto. Le parece que ha habido mucha innovación recientemente en el aumento de las tasas y también muy sorpresiva, algo que no se esperaba hace algunas semanas. Agrega que este aspecto constituye otro tema que probablemente habría que tratar con alguna profundidad, aunque no en esta ocasión.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Esteban Jadresic indica en relación al comentario del Consejero señor Marfán, que hay una diferencia entre los aumentos de tasa que observamos hace dos o tres semanas con los que hemos visto en las últimas dos o tres, en cuanto a que las primeras estuvieron asociadas a noticias de actividad y a la preocupación por la inflación, sobre todo noticias de actividad en Estados Unidos de América y también en otras partes. Por el contrario, en las últimas dos semanas se ha hablado mucho de un *sell off* que es más difícil de explicar, porque no resulta fácil de explicar ya que los datos no son tan proporcionales sino que pueden ser consecuencia de interpretaciones de los datos previos de valoraciones posteriores y ello puede sugerir algún realineamiento en la línea de lo que planteaba el Consejero señor Marfán, desde una perspectiva de más largo plazo.

El Consejero señor Jorge Desormeaux, en referencia a las tasas largas, recordó unos párrafos del Informe del Fondo Monetario Internacional, que planteaban que este escenario de tasas largas tan bajas tenía un elemento permanente y otro algo transitorio. Indica que el transitorio consideraba que las empresas tenían resultados muy buenos, pero los destinaban al ahorro y no estaban invirtiendo porque existía mucha capacidad no utilizada. Agrega que lo que se observa, especialmente en Europa, es un fuerte aumento de la inversión. Señala el Consejero señor Desormeaux que se está cerrando esa brecha de ahorro-inversión y por lo tanto, no es raro que las tasas largas estén comenzando a normalizarse, llegando al nivel de las tasas cortas.

El Consejero señor Manuel Marfán sobre el mismo tema, señala que le llama la atención que este aumento no era esperado en un período tan corto de tiempo. La inversión probablemente es una variable en que uno tiene mayor capacidad de predicción, entonces ese argumento es muy válido para el largo plazo. Le sorprende que el cambio en el escenario internacional respecto a la Reunión de Política Monetaria anterior, es de los más drásticos que se



## BANCO CENTRAL DE CHILE

ha visto en las Reuniones de Política Monetaria, ya que es muy fuerte en tasas de interés, en precio de *commodities*, ya sea por razones metodológicas que habría que analizar, o lo efectivamente observado. Señala que tiene la impresión que anteriormente se apreciaban más riesgos y no grandes cambios y que ahora tal vez hay menos riesgos pero sí variaciones más profundas.

El Presidente señor Vittorio Corbo, manifiesta que cree que el cambio más notable es el hecho que en Estados Unidos de América se ha reducido significativamente la probabilidad de recesión. Agrega que se continuaba pensando que Estados Unidos de América iba a tener muchas más dificultades de lo que pensaba la Reserva Federal.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco, señala que la pregunta es qué pasa con las tasas largas reales y cuál es la historia que está detrás de ellas y en ese caso las explicaciones abundan. Comenta que el artículo de Martin Wolf en el *Financial Times* de ayer es especialmente útil en esa materia, pero si uno piensa que este es un asunto de equilibrio entre ahorro e inversión global, cree que este es el punto que ha planteado el Consejero señor Marfán.

Indica el señor Ministro, que si hay una oferta de ahorro neto global muy grande, porque los asiáticos están haciendo lo que están haciendo, si se desplaza la curva de inversión en el gráfico, entonces la tasa de equilibrio real para el mundo sería más alta. La pregunta es con qué velocidad ocurre eso. Señala que el Consejero señor Jorge Desormeaux nos da un dato, pero no se sabe qué otros antecedentes habrá para que uno pueda imaginar que el intercepto de la curva de demanda global de la inversión está subiendo tanto. Otra versión, que es la más monetaria, la que se escucha en *Wall Street*, es que se tuvo un período de crecimiento de los agregados monetarios muy altos en todo el mundo y que llegará el momento en que ese proceso termine. Indica que lo que ha habido es un *up dating* de las probabilidades de que este fin esté más cerca y no más lejos. Cree el señor Ministro que es bastante incierto saber qué implica para las tasas reales.

El Gerente de Mercados Financieros Nacionales señor Beltrán De Ramón indica que solo quiere agregar a estos temas de fundamentos económicos, el análisis técnico. En su opinión, cuando los *traders* se acostumbran a transar en un rango y esos rangos se destruyen, la velocidad del movimiento, hacia arriba o hacia abajo es muy alta, y esto ocurre porque algunos operadores mantienen posiciones en un rango acotado, lo que hacen vía derivados financieros llamados opciones, específicamente a través de "*call spread*". Por lo tanto, señala que cuando el precio sale del rango, la velocidad de salida va a ser muy rápida, y eso puede explicar la velocidad no su dirección, ya que esta última tiene que ver con los fundamentos económicos.

A continuación, el Presidente señor Corbo ofrece la palabra al Gerente de Análisis Macroeconómico, don Igal Magendzo Weinberger, a fin de que presente la exposición sobre la parte nacional.

El Gerente señor Magendzo señala que en abril la actividad y el gasto dan cuenta de un mayor dinamismo, por encima de proyecciones previas, aumentando la probabilidad de que se materialice un crecimiento superior al contemplado en el escenario base del último *IPoM*. Indica que, en particular, cabe destacar el vigor del consumo privado, la inversión y las exportaciones. A su vez, en mayo la inflación del IPC resultó mayor que lo anticipado, principalmente por el aumento en el precio de algunos alimentos, algunos productos del rubro salud, y combustibles. Estas novedades, junto con el aumento de las tasas de interés externas y los anuncios presidenciales sobre política fiscal del 21 de mayo recién pasado, provocaron un aumento importante de la estructura de tasas de interés que inclinó la curva de rendimiento. Así, a diferencia de los meses anteriores en que se preveía su estabilidad, las expectativas de mercado anticipan un aumento de



## BANCO CENTRAL DE CHILE

entre 50 y 75 puntos base de la Tasa de Política Monetaria para fines de año. Las expectativas de inflación se mantienen ancladas en 3% tanto en el corto como en el mediano y largo plazo.

Manifiesta el Gerente de Análisis Macroeconómico, que en el mercado financiero nacional destaca el alza de la estructura de tasas de interés desde comienzos del mes de mayo. En ello han incidido las noticias de actividad e inflación interna, los anuncios presidenciales del 21 de mayo y la evolución de las tasas de interés externas. Respecto del cierre de la reunión anterior, las tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile han tenido aumentos de entre 20 y 50 puntos base. De esta manera, las expectativas respecto de la Tasa de Política Monetaria que se deducen de los precios de los activos financieros indican un alza de ésta de entre 50 y 75 puntos base de aquí a fines de año, lo que contrasta con la casi estabilidad de la Tasa de Política Monetaria que se anticipaba a comienzos del mes de mayo. Hace presente también que un aumento similar se desprende de la Encuesta de Expectativas Económicas del mes de junio, que anticipa un aumento de la Tasa de Política Monetaria de 25 puntos base antes del mes de agosto y de otros 25 puntos base para fines de año. A su vez, señala el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Magendzo, que el mayor aumento relativo de las tasas de interés nominales respecto de las reajustables ha implicado un incremento de la compensación inflacionaria *forward*, que ahora se ubica en un rango que va entre 3,0% y 3,3% para sus distintas versiones. En tanto, la encuesta a las mesas de dinero (EMD) muestra una inflación en 3,1% a uno y dos años (0,2 puntos porcentual superior a la del mes anterior). Agrega que la Encuesta de Expectativas Económicas muestra que la inflación esperada a fines del año 2007 aumentó desde 2,9 a 3,2% entre los meses de mayo y junio, y a uno y dos años plazo se mantiene en 3%. Cabe mencionar, que el incremento de tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile no ha tenido su correlato en las tasas que los bancos aplican a sus colocaciones. Las tasas de interés de las letras de crédito hipotecario que se transan en bolsa han reflejado el mayor aumento entre las tasas de mercado, aunque inferior al de los papeles de referencia, entre 10 y 20 puntos base dependiendo del plazo.

El Gerente de Análisis Macroeconómico indica que por el lado de los agregados monetarios y crediticios, el crecimiento anual de las colocaciones totales ha continuado atenuándose. Sin embargo, señala que llama la atención la aceleración de las colocaciones de vivienda desde comienzos de año, que coincide con las favorables cifras de ventas que se han conocido. El crecimiento anual de los agregados monetarios no tuvo mayores cambios en el último mes, mientras sus velocidades de expansión, aunque levemente, han comenzado a disminuir. Por otra parte, indica que el valor de la Bolsa, luego de una caída el mes pasado, ha vuelto a recuperarse. La paridad peso/dólar, tras alcanzar un valor mínimo la tercera semana del mes de mayo (\$ 518 por dólar), aumentó a partir de esa fecha, cotizándose en \$ 528 al cierre de este Informe. A diferencia de lo que se había observado antes, la depreciación del peso en este último período se verificó respecto de todas las monedas. El tipo de cambio real en el mes de mayo volvió a valores bajo 94, en su medición 1986=100, y en el mes de junio se estima que aumentará para ubicarse cercano a 95.

Hace presente también, que los datos conocidos durante el último mes apuntan a un escenario en que el crecimiento de la actividad en el segundo trimestre del año será superior al previsto en el escenario base del *IPoM* del mes de mayo. Por el lado de la demanda interna, este mayor crecimiento se apoya en el incremento que mostraron los indicadores de consumo en el mes de abril y el aumento del volumen de las importaciones de bienes de capital en los meses de abril y mayo. Por el lado del consumo, los datos del mes de abril, más allá de un crecimiento significativo del consumo durable, liderado por el importante aumento de las ventas de automóviles, cercanas a 30% anual, mostraron un mayor incremento del consumo habitual. Las expectativas de los consumidores siguieron disminuyendo durante el mes de junio, manteniéndose en la zona pesimista. Destaca en esta ocasión que, a diferencia de los meses previos, la caída fue generalizada en todos los componentes del indicador. Por el lado de la inversión, resalta el crecimiento que muestran las ventas de viviendas nuevas en el primer cuatrimestre, con un aumento del número de meses para agotar el stock que se estima es resultado del dinamismo de la oferta. En el mes de mayo el valor de las importaciones de bienes de capital siguió en niveles altos: US\$ 570 millones (8,5% anual).



## BANCO CENTRAL DE CHILE

Indica el señor Gerente de Análisis Macroeconómico que los anuncios de política fiscal del 21 de mayo pasado, en particular el ajuste de la meta de superávit estructural desde 1% a 0,5% del PIB a contar del año 2008, podrían implicar, todo lo demás constante, un aumento relevante del gasto desde el punto de vista macroeconómico para el próximo año. Su magnitud efectiva, no obstante, está sujeta a varias consideraciones. Por un lado, la evolución de los determinantes del superávit estructural efectivo para el año 2007, podría llevar a que el impacto esperado el próximo año sea menor. Esto, porque el aumento de la recaudación tributaria en el año 2007, el incremento en los costos de Codelco, la posibilidad de que la inflación IPC promedio del año sea menor que la considerada en el presupuesto, y los anuncios de gasto fiscal que se implementarán durante este año, llevarían a que parte del mayor impulso se materialice en el año 2007. Por otro lado, aún queda por conocer cuál será la magnitud de la revisión que sufrirán los parámetros que el Comité de Expertos determina, en particular el precio de referencia del cobre y el crecimiento tendencial de la economía, lo que tendrá una incidencia directa en la determinación del presupuesto del año 2008 y el impulso macro que de él se derive. Con todo, debe destacarse que la política fiscal continúa contribuyendo a la estabilidad del país, toda vez que sigue inserta en un marco de referencia en que los ingresos transitorios son ahorrados.

Hace presente el señor Gerente de Análisis Macroeconómico que en lo relacionado con comercio exterior, en el mes de mayo se verificó un inusual aumento del valor de los envíos al exterior, en particular de productos mineros (cobre). Parte de ello se habría debido a desfases administrativos en las declaraciones de exportación. Los envíos industriales muestran tasas de crecimiento anual menores, en particular por el bajo desempeño de la harina de pescado, los salmones y truchas. Por otro lado, las importaciones muestran un favorable comportamiento en los meses de abril y mayo, en especial las compras al exterior de bienes de consumo y de combustibles.

Sectorialmente destacó en abril el sostenido dinamismo de la actividad del comercio y de otros servicios, en línea con la comentada evolución del consumo, y el afianzamiento de un mayor crecimiento de la actividad industrial y minera. Con ello, en el mes de abril el Imacec aumentó 6,6% anual (6% eliminado el efecto calendario), valor por sobre lo esperado tanto en el escenario base del *IPoM* del mes de mayo, como por la generalidad del mercado. Por el lado de la industria, señala el señor Magendzo al mayor crecimiento que implica la ampliación de capacidad en la producción de celulosa se ha sumado el mejor desempeño de otros sectores industriales, aunque en términos relativos la incidencia del primero sigue siendo muy superior a la del resto de los sectores de la industria.

Con todo, la información del mes de abril, aunque aún insuficiente por tratarse solo de un mes, aumenta la posibilidad de que se concrete el riesgo de que el consumo crezca a una tasa superior a la prevista. Este riesgo es, en todo caso, matizado por la revisión de los datos que está realizando el Instituto Nacional de Estadísticas. En contraposición, aunque aún sin efectos visibles en la actividad, se ha hecho más presente el riesgo de que el aumento en el costo de la energía pueda afectar el crecimiento, en particular dada la intensificación de los cortes de gas natural argentino y la relativa escasez de lluvia.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señala que los datos del mercado laboral del mes de abril mostraron un aumento importante del crecimiento anual del empleo y un descenso relevante de la tasa de desempleo nacional. En el primer caso, la variación anual del empleo total se ubicó en 3,3% (2,9% el mes anterior), con un empleo asalariado que sigue creciendo a tasas algo inferiores a 5% anual. La tasa de desempleo nacional, eliminada estacionalidad, disminuyó a 6,8%, menos 0,3 punto porcentual respecto del mes previo.

Agrega el señor Magendzo que los datos del mes de abril siguen apuntando a presiones inflacionarias relativamente acotadas por el lado de los costos laborales. El incremento anual del Costo de la Mano de Obra, a diferencia de los meses previos, descendió a 4,9%, menos 0,2 punto porcentual respecto del mes anterior. No obstante, su velocidad de expansión volvió a aumentar. El crecimiento anual del Índice de Remuneraciones continúa por encima del observado



## BANCO CENTRAL DE CHILE

para el Costo de la Mano de Obra, manteniéndose en 6,6% anual. El incremento anual del indicador de remuneraciones de la Asociación Chilena de Seguridad continuó con la trayectoria descendente que registra desde el segundo trimestre del año 2006, ubicándose en 5,4% nominal anual. La variación anual de las diferentes medidas de costos laborales unitarios presentaron movimientos mixtos, ubicándose en un rango entre 1% y 3%. Las velocidades de expansión de todas las medidas continúan aumentando, situación que se observa a partir de febrero y alcanzando esta vez valores positivos.

Finalmente el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Magendzo señala que en el mes de mayo, la inflación IPC aumentó 0,6% (2,9% anual), mientras el IPCX e IPCX1 subieron 0,4% (2,9% y 3,1% anual, respectivamente). En el aumento del IPC destacó el incremento en el precio de algunos alimentos en especial la leche, medicamentos y de los combustibles que acumularon una incidencia cercana a 0,6 punto porcentual en conjunto. Agrega que la velocidad de expansión del IPCX1 volvió a aumentar, llegando a 3,2% en el trimestre móvil marzo-mayo, a la vez que la totalidad de las medidas de tendencia inflacionaria aumentaron su crecimiento anual con respecto al mes anterior, luego de varios meses en que se apreciaron movimientos mixtos. Las medidas de tendencia inflacionaria que tienen un correlato con la inflación se ubican en su mayoría por sobre 3% anual.

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

En relación al Imacec, el Consejero señor Manuel Marfán consulta si esta corrección que estaría haciendo el Instituto Nacional de Estadísticas a sus cifras del IDBC, en caso de ser significativa, afectaría el registro de la composición de la demanda exclusivamente, o si afectaría también la tasa de variación de la actividad en el registro.

El Gerente de Información e Investigación Estadística señor Ricardo Vicuña señala que este índice no es un indicador que se ocupe por el lado de la oferta. Indica que es el índice entre consumo e inventarios el que se va a alterar. Agrega que de acuerdo a informaciones preliminares, no es un cambio muy importante, ya que se está pensando en alrededor de dos décimas menos de consumo.

Respecto a la situación fiscal, el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Magendzo, menciona que lo que desea destacar es que ha existido una recaudación tributaria bastante baja en el año. Menciona que junto al Gerente de Información e Investigación Estadística señor Ricardo Vicuña, tuvieron una reunión con la Tesorería General de la República, la Dirección de Presupuestos y el Director del Servicio de Impuestos Internos, para aclarar qué es lo que estaba ocurriendo. Agrega que la situación principalmente se concentra en el IVA y tiene que ver con devoluciones y por ello, no se refleja en las cifras de consumo de comercio, que se construyen en base a declaraciones, las que han estado elevadas. Señala que existen numerosas devoluciones de impuesto y que están aclarando qué es lo que podría estar generando esta situación, pero que estiman que tiene alguna relación con exportaciones.

El Gerente de Mercados Financieros Nacionales señor Beltrán De Ramón, en relación al mismo tema, señala que le parece interesante la explicación de que el menor IVA recaudado es por devoluciones de este impuesto a los exportadores. Si fuese así cree que la otra alternativa es que fuera el IVA a la construcción, lo que no necesariamente es expansivo. Menciona que la pregunta es por qué se está yendo a exportadores, que probablemente van a dejar esto como ahorro o van a pagar deudas que tenían previamente. Indica que es importante reflexionar porque esta situación pone una nota de cautela a las consideraciones expansivas de las medidas de cambio de meta, en el sentido de que el gasto público no va a ser tan expansivo, porque la devolución del IVA que se ahorra, le está restando fuerza.

4



## BANCO CENTRAL DE CHILE

En relación con los recortes de gas señala el Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco que lo que se sabe es que la restricción ha sido grande hace 18 meses y, por lo tanto, la restricción a las empresas ha sido altísima. La gran variación ha sido fundamentalmente en la cifra disponible para el gas residencial y comercial. Indica que no sabe si lo que ocurrió fue que el porcentaje normal que había cayó y ahora se tiene una restricción mayor respecto a un monto total menor. Agrega que hablar de porcentajes podría ser muy engañoso. Opina que han estado llegando entre un millón y medio y dos millones de metros cúbicos de gas al día y eso es para uso residencial y comercial.

Sobre el particular, el Consejero señor Manuel Marfán estima que cuando empezaron los recortes de gas éstos fueron muy sorprendidos y con mucha incertidumbre respecto de si se iban a repetir o no. Señala que una de las cosas que se dijeron el año pasado a propósito del *soft-patch* era que probablemente, si se repetían los cortes este año, el impacto iba a ser más bajo porque esta vez no iban a ser tan sorprendidos. Señala que lo mismo sucede con el efecto del aumento del precio del petróleo. Hoy día el mundo tiene mucho menos impacto del que tuvo la primera vez que se tuvo un *shock* del petróleo. Los agentes de alguna manera sacan seguros previos para poder adaptarse. Lo que sí es claro, es que esto va a afectar probablemente la inflación, porque la adaptación significa traspasarse a fuentes energéticas que son más costosas y eso se va a ver en los precios de recálculo.

El Presidente señor Vittorio Corbo agrega que cuando hubo restricción el año pasado, también los precios del petróleo estuvieron más altos, situación que no se ha vuelto a manifestar. Indica que la vez pasada se aplicaron dos recortes, se hizo la reconversión y este año se espera que los efectos no sean tan pronunciados como el año pasado, porque el petróleo está más bajo que hace un año y, al mismo tiempo, ya se hizo la adaptación.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco añade que aquí lo relevante es el precio del diesel y no del crudo. Indica que habría que analizar esa comparación exactamente, porque se está importando mucho más diesel.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señala que se está tratando de profundizar en estos temas lo más posible y lo que se ha podido observar preliminarmente es que ya se ha gastado como país unos cien millones de dólares más por sustituir gas por otros combustibles, o sea, las importaciones habrían sido del orden de cien millones de dólares menos, si es que no se hubiese tenido este problema de restricciones energéticas. Además, se está viendo quiénes quedan por reconvertirse y seguramente son aquéllos que tienen mucho más dificultad de hacerlo.

El señor Ministro de Hacienda señala que quiere efectuar un comentario en relación al crecimiento. Menciona que lo que pasa con la celulosa es un hecho muy relevante y tuvo que ver con el incidente de Arauco y el río Mataquito. Primero, significó que esa planta se cerró y, segundo, que la planta que operaba en Valdivia a capacidad completa, bajó su producción. En tal sentido, destaca que existen dos *shocks* negativos, uno sumado al otro, en la misma empresa, con un riesgo más alto.

El Consejero señor Jorge Desormeaux consulta al señor Ministro si se tiene alguna novedad respecto a las prospecciones de gas.

4



## BANCO CENTRAL DE CHILE

El Vicepresidente señor José De Gregorio, consulta en relación al gráfico de crecimiento, por qué no se tienen estimaciones, y por qué no aparece el *IPoM*. Agrega que no se puede decir cuánta sorpresa existe sobre algo que no se ha estimado. Señala que si se mira la cifra de 5,8%, la probabilidad de superar el 6% de crecimiento este año es bastante alta.

El Consejero señor Jorge Desormeaux consulta en la misma dirección, cómo son las cifras en términos de velocidades de crecimiento para el segundo y tercer trimestre.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señala que el crecimiento de trimestre a trimestre habría que multiplicarlo por 4. Agrega que se puede ver un supuesto en velocidades del 9% ó 7% a 4% y que se está normalizando, dado que hay muchos elementos que estarían afectando el primer trimestre y parte del segundo, como por ejemplo la entrada en operación de los *spence*, la incorporación de nuevas plantas de celulosa. Indica que todos esos motivos causaron bastante aceleración en el primer trimestre y eso se iría normalizando hacia el tercero. Por otro lado, menciona el señor Magendzo que respecto al comentario realizado por el Vicepresidente señor José De Gregorio, en el tercer trimestre se tenía en el *IPoM* un crecimiento de 6,1%.

En relación al crecimiento, el Consejero señor Manuel Marfán señala que le llama la atención la aceleración de la demanda interna, más que la aceleración del crecimiento del producto. Tiene la impresión de que eso es lo más preocupante de ver; los órdenes de magnitud de cómo se está alejando del escenario central.

Agrega el Vicepresidente señor José De Gregorio que la inversión sigue creciendo muy fuerte y empuja a la demanda hacia arriba, mucho más arriba del promedio comparado con consumo y con cualquier otro determinante. Desde el punto de vista de la demanda agregada, lo que más contribuye a su crecimiento puede ser el consumo, pero es la inversión el ítem que está creciendo fuerte.

Señala el Consejero señor Manuel Marfán que recuerda que la proyección de cuenta corriente a precios de tendencia era aproximadamente cercana a 4% del producto interno bruto. Indica que una inversión creciendo a dos dígitos, es síntoma de que probablemente la velocidad no es sostenible y habría que realizar una evaluación de si es un *blip* transitorio o una tendencia que se está acelerando. En su opinión, es un hecho preocupante.

Por otra parte, respecto a la Encuesta de Expectativas, indica el Consejero señor Manuel Marfán que lo que se había visto hace una semana es que las compensaciones inflacionarias estaban subiendo y se planteó como la peor hipótesis de todas, la pérdida de credibilidad del Banco Central de Chile de alcanzar su meta. Como segunda hipótesis se señaló que todavía existen reverberaciones o ajustes a los movimientos de tasas internacionales. Aparentemente, esa segunda hipótesis sería la correcta, a juzgar por lo que muestra el gráfico

4





## BANCO CENTRAL DE CHILE

presentado, porque claramente todas vuelven a converger más cerca del 3%, que lo que se habían desalineado hasta la semana pasada.

El Presidente señor Vittorio Corbo señala que el área internacional se encuentra muy bien, que Estados Unidos de América se ve mejor. Menciona que en la parte interna, la actividad está creciendo más de lo que se pensaba, pero que sin embargo, existe la preocupación de la inflación, la que se analizará en la reunión de la tarde.

El Presidente, señor Vittorio Corbo, suspende la Sesión a las 13.30 horas e informa que la misma se reanuda a las 16:00 horas.

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 109.

A continuación, el Presidente don Vittorio Corbo, solicita al Gerente de Análisis Macroeconómico señor Igal Magendzo que presente las Opciones de Política Monetaria.

El señor Gerente de Análisis Macroeconómico mencionado informa lo siguiente:

En la reunión de política monetaria de mayo, el Consejo acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 5% anual, luego de igual decisión en los tres meses previos. En la decisión se consideró que las proyecciones de inflación preparadas para el último Informe de Política Monetaria, que incluían un cierre progresivo de brechas de capacidad y una gradual atenuación de los *shocks* de precios de gasolina y alimentos, no parecían requerir de un ajuste en la Tasa de Política Monetaria en el corto plazo para la convergencia de la inflación a 3% en el horizonte de política, aunque sí ajustes posteriores. Agrega, que los precios financieros tenían al cierre del *IPoM* un escenario implícito de ajustes de la Tasa de Política Monetaria similar, sin movimientos en el corto plazo. Indica también, que el comunicado, al igual que el del mes anterior, no hizo referencia a un sesgo para la trayectoria futura de la Tasa de Política Monetaria.

Señala el Gerente de Análisis Macroeconómico que desde la reunión anterior, las principales novedades son las siguientes:

- En el ámbito internacional, el escenario continúa favorable, con indicadores que sugieren un repunte en el crecimiento de la actividad en Estados Unidos de América, mientras que Europa y Japón siguen con expansiones firmes. Las mejores perspectivas para la actividad en Estados Unidos de América, junto a riesgos inflacionarios, motivaron un aumento de entre 40 y 50 puntos base en las tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos de América y en la Zona Euro en el último mes. Al mismo tiempo, comenta el Gerente señor Magendzo que ya no es claro el signo esperado del próximo movimiento de la Reserva Federal, implícito en los precios financieros.
- El precio del cobre ha disminuido, sin diferir significativamente de lo esperado en el escenario base del *IPoM* de mayo, y se ubica en torno a US\$ 3,30, cerca de 25 centavos menos que hace un mes. Los precios del petróleo y sus derivados se han mantenido elevados, en especial el de las gasolinas. Agrega que nuevos antecedentes llevan a reevaluar la normalización esperada para el margen de refinación, el que disminuiría con menos intensidad que lo esperado previamente.
- En el mercado financiero interno, el cambio más notorio fue la continuación del ajuste significativo al alza en las tasas de interés de mercado de mediano y largo plazo. A las noticias de actividad e inflación, se sumó esta vez el alza de tasas externas. Además, el mercado



## BANCO CENTRAL DE CHILE

modificó sus expectativas para el curso de la tasa de política monetaria en los próximos meses, esperando ahora entre dos y tres alzas de 25 puntos base hasta fin de año. El tipo de cambio nominal se ha depreciado desde mediados de mayo, volviendo a los niveles de cierre del *IPoM*. El tipo de cambio real volvió en mayo a valores bajo 94 y, considerando los datos efectivos de junio, se estima que se ubicaría cerca de 95. Los agregados monetarios continúan creciendo a tasas elevadas y el crecimiento del crédito vuelve a mostrar una leve moderación.

- En abril, el crecimiento de la actividad fue elevado y nuevamente estuvo por encima de lo proyectado. Ello apunta a que el crecimiento del segundo trimestre, excluido el efecto del cambio en días hábiles, será algo más de medio punto superior a lo proyectado en el *IPoM* de mayo. Además, los riesgos de un mayor consumo podrían estar materializándose. La encuesta de analistas dio cuenta de una nueva revisión al alza relevante para el crecimiento del año.
- La inflación de mayo, por su parte, sorprendió al alza, al igual que en abril. En ello influyó un mayor *IPCX1*, por el comportamiento del rubro salud y por aumentos mayores que lo previsto en alimentos, situación que se ha repetido por algunos meses. Una vez más, los combustibles contribuyeron de modo importante a la sorpresa de inflación del *IPC*, al aumentar más que lo esperado. La evaluación de estas noticias lleva a un alza de aproximadamente medio punto en la inflación del *IPC* proyectada en el plazo de seis meses. Asimismo, las expectativas de mercado han tenido un ajuste comparable.
- Las medidas de expectativas de inflación de mediano y largo plazo se mantienen en torno al 3%, aunque con pequeños aumentos en las últimas semanas. La totalidad de las medidas de tendencia inflacionaria muestran alzas y la mayoría se ubica algo por sobre el 3%.
- El ritmo de creación de empleos volvió a intensificarse en el último mes. El crecimiento anual del índice de remuneraciones por hora se mantiene elevado y el del costo de la mano de obra total disminuyó marginalmente, pero ambos están aumentando su velocidad de expansión. Con todo, aún se evalúa que las presiones inflacionarias por el lado de los costos laborales se encuentran contenidas.

Menciona el Gerente señor Magendzo que con los antecedentes disponibles, se estima que las opciones más plausibles para esta reunión son mantener la tasa de política monetaria o aumentarla en 25 puntos base.

Señala el Gerente de Análisis Macroeconómico que se puede justificar un alza de la tasa de política monetaria en esta reunión, considerando que las principales novedades del mes motivan una revisión al alza de la inflación proyectada para el corto plazo —esto es, en los próximos seis meses— y a la vez apuntan a que el panorama de inflación de mediano plazo será probablemente más alto que el considerado en el escenario base del *IPoM*. En ello se conjugan: (i) la persistencia y profundización de los principales *shocks* de precios específicos identificados en los últimos meses, con posibles efectos de segunda vuelta; y (ii) un cierre de las holguras de capacidad remanentes más rápido que el proyectado, lo que implicaría presiones de precios mayores. Agrega, que en este cuadro, el impulso monetario que subsiste no sería necesario e incluso, de persistir por un tiempo prolongado, podría arriesgar que la inflación se ubique por encima de 3% en el horizonte de política o, alternativamente, que a futuro requiera de ajustes más profundos en la tasa de política monetaria.

Menciona el señor Magendzo que en particular, el precio de los combustibles sigue alto y se cuenta con antecedentes que hacen pensar que la normalización esperada puede ser menos intensa que la prevista en el *IPoM*. Asimismo, existe un conjunto de precios de alimentos cuya tasa de incremento ha aumentado en el curso del año. En cuanto a la brecha de capacidad, se aprecia un fuerte dinamismo de la actividad, situación generalizada entre sectores, a la vez que podría estar materializándose el riesgo de un mayor consumo identificado en el Informe de Política Monetaria. A ello se suman los anuncios recientes sobre política fiscal, que implicarían, todo lo

40



## BANCO CENTRAL DE CHILE

demás constante, un mayor impulso sobre la demanda interna durante este año y, especialmente, el próximo. Señala que el mencionado dinamismo de la actividad, la tasa de desempleo y el aumento de las distintas medidas de la tendencia inflacionaria apuntan a que las holguras son reducidas y que es probable que se esté configurando un escenario de mayores presiones inflacionarias que las implícitas en el último *IPoM*.

Por otro lado, el Gerente de Análisis Macroeconómico agrega que las novedades comentadas no han pasado desapercibidas para el mercado, que ha ajustado de manera relevante las tasas de interés a distintos plazos y las perspectivas para la tasa de política monetaria en los próximos meses. Asimismo, menciona que en la actualidad, los precios financieros consideran entre dos y tres aumentos de la tasa de política monetaria hasta fin de año.

En opinión del señor Magendzo la principal justificación para mantener la tasa de política monetaria en esta reunión es que el cuadro de mayor inflación respecto del *IPoM* es en gran medida el reflejo de noticias y datos de un solo mes. Esto implica que, dada la posibilidad limitada de extraer tendencias a partir de pocas observaciones, existe el riesgo de que estas novedades se diluyan o se reviertan.

El Gerente de Análisis Macroeconómico menciona que adicionalmente, y dada la reacción que han tenido las tasas de interés de mercado de mediano y largo plazo, no parece tan urgente un aumento de la tasa de política monetaria. En efecto, las distintas medidas de expectativas de inflación se mantienen en torno a 3 por ciento, con supuestos de que un alza de la tasa de política monetaria no se materializaría en lo más inmediato, aunque sí en los meses subsiguientes. Agrega asimismo, que el aumento de las tasas de mercado ayuda a limitar la expansión de la demanda interna. Incluso se puede argumentar que frente a la posibilidad de algún grado de sobre-reacción en la estructura de tasas de interés, es más adecuado posponer un aumento de la tasa de política monetaria, de manera de no exacerbar dicho movimiento. Además, cabe señalar que en un cuadro en que las expectativas para esta reunión son mayoritariamente de mantención de la tasa de política monetaria, un aumento de la misma podría dar cuenta de una preocupación excesiva del Banco respecto del panorama de inflación y exacerbar el ajuste de las tasas.

Por último, el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Igal Magendzo, manifiesta que cabe evaluar si se debe incluir o no un sesgo en el Comunicado, lo que ayuda a la formación de expectativas de mercado y entrega una herramienta de graduación de la política monetaria más allá de los propios movimientos de la tasa de política monetaria. En esta oportunidad, dada la magnitud de las novedades, puede ser insuficiente describir la marcha de la economía para manifestar un sesgo. Aun más, no manifestar ningún sesgo arriesga una mayor alza de las tasas de interés de mercado, si ello se interpreta como que el Banco Central de Chile va atrasado en sus decisiones y análisis, o sea va "detrás de la curva". Por otro lado, como es habitual, un sesgo explícito limita los grados de libertad para acciones posteriores.

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

El Gerente de Investigación Económica, señor Klaus Schmidt-Hebbel, señala que a la fecha, se han producido significativas novedades en la economía internacional y nacional. Agrega, que estos cambios intensifican la tendencia expansiva tanto interna como externamente, observable desde comienzos de año. Comenta el señor Schmidt-Hebbel que la mayoría de las novedades apuntan a un escenario de mayor crecimiento y de mayor inflación en Chile para los siguientes veinticuatro meses. Indica que una contabilidad simple del número de eventos expansivos, algunos anticipados y otros no, que son consignados en el segundo párrafo de la

4



## BANCO CENTRAL DE CHILE

Minuta de Opciones recién expuesta por el Gerente de Análisis Macroeconómico, da cuenta de veinticinco hechos con implicancia expansiva lo que contrasta con sólo tres eventos con implicancia contractiva. Por lo anterior, el Gerente de Investigación Económica señala que nos encontramos ante un escenario que está confirmando riesgos expansivos, respecto del escenario base del *IPoM* de mayo. Menciona el Gerente de Investigación Económica que más allá de una enumeración simplista de eventos de un signo u otro, cree que es conveniente revisar brevemente el cuadro general en que se encuentra la economía de Chile y sus expectativas, para derivar la siguiente implicancia para la política monetaria.

Asimismo, el Gerente de Investigación Económica, señor Klaus Schmidt-Hebbel señala que hace completamente suyas las evaluaciones presentadas por varios Consejeros en la reunión que se llevó a cabo en la mañana. Indica que en esa ocasión, sobre la evolución del producto y la demanda agregada se dijo textualmente que la probabilidad que el crecimiento del PIB exceda el 6% en 2007 es alta; y también que es muy preocupante la aceleración de la demanda interna, que sugiere que su velocidad no es sostenible. Hace presente el señor Schmidt-Hebbel que dicha evaluación, referida a las cifras más recientes sobre proyecciones de corto plazo, agregaría básicamente para este año la notable expansión prevista en el gasto fiscal, perfectamente coherente con la reformulación de la regla fiscal para el año 2008 y con un posible anticipo al año corriente.

Hace presente el Gerente de Investigación Económica que respecto a la brecha de actividad y empleo, la cifra creciente de desocupación nacional coloca a la economía chilena en la parte baja o algo por debajo o fuera de la distribución de distintas estimaciones de la tasa de desempleo, que fueron representadas en el excelente Seminario sobre Investigación del Banco Central de Chile relativa al bien observable, que se realizó el viernes recién pasado. Agrega el señor Gerente de Investigación Económica que esto sugiere algo de sobreempleo en la actualidad y por lo tanto, un mercado laboral apretado, pudiendo anticiparse presiones agrarias más intensas para los próximos veinticuatro meses.

Señala el Gerente de Investigación Económica, señor Klaus Schmidt-Hebbel que en cuanto a la brecha del producto, su contraparte es medida en forma diferente. Agrega, que distintas estimaciones sugieren que estamos con una brecha del PIB que probablemente no sea estadísticamente distinta de cero. Menciona el señor Schmidt-Hebbel que con la misma información disponible, el sector privado ha ajustado en algo sus expectativas, sus proyecciones y premios inflacionarios desde mayo, revisando en forma excepcionalmente intensa sus proyecciones para la tasa de política monetaria futura y las tasas *later* correspondientes.

Finalmente, hace presente el Gerente de Investigación Económica que desde mayo la *forward* para la tasa de política monetaria a dos años ha aumentado en 80 puntos base, es decir, desde 4,5% a 6,2% con dos o tres alzas de tasas proyectadas para el año en curso. Más aún, estas proyecciones para la tasa de política monetaria, en su opinión, son las que permitirían alcanzar las tasas de inflación en torno a 3% o algo superiores a esta cifra, que son anticipadas por el mismo sector privado en los correspondientes premios o en las proyecciones implícitas para la inflación. En cambio, el nivel actual de la tasa de política monetaria en 5% está claramente en el rango inferior o eventualmente fuera del rango de la distribución de variadas estimaciones para la tasa neutral de política. Señala que esta evaluación es coherente con la estimación del grado actual de expansividad de política monetaria lo que fue presentado en la reunión de esta mañana. Agrega que ha estimado aún en 1,8 puntos de crecimiento anual explicados por el actual impulso monetario que resulte de la combinación lineal de variables de cantidad y de precio. En resumen, le parece que en una situación coyuntural de pleno empleo; una economía que se proyecte para el futuro que crezca a una tasa superior a su crecimiento potencial de un horizonte de política; una proyección de inflación IPC que se corrigió en 0,5 ó 0,6 puntos porcentuales para los siguientes seis meses, en forma promedio o sistemática; y, proyecciones de inflaciones en torno al 3% del horizonte de política; esa cifra coherente por el lado del Banco Central con un supuesto del *IPoM* de mayo o coherente actualmente por el lado del mercado con dos o tres alzas consecutivas previstas

lp



## BANCO CENTRAL DE CHILE

para los siguientes siete meses. Por último, el Gerente de Investigación Económica señala que considerando esta situación, cabe preguntarse qué justificaría mantener la tasa de política monetaria en su actual nivel. En su opinión, muy pocas cosas se podrían nombrar en favor de la necesidad de subirla con una nueva información; y agrega que se podría decir que lo que se debe ponderar fuertemente es la inercia en las decisiones de política monetaria o que el mercado no espera un cambio en esta reunión. Señala que sin embargo, de la misma forma que se sorprendió al mercado en el mes de enero y se quebró con la inercia de las ediciones previas a enero de 2007, se justifica hoy día un alza en la tasa de 25 puntos base, a la luz de los antecedentes discutidos.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Esteban Jadresic señala que, efectivamente, desde la última reunión se han observado importantes novedades en varios ámbitos, tales como en los escenarios de gestión, internacional, de actividad y de política fiscal con las consiguientes reacciones que se han observado en los mercados financieros. A juicio del señor Gerente de División Operaciones Financieras, parece evidente que las novedades en todos estos ámbitos han incrementado los riesgos de una inflación mayor a lo proyectado previamente y, atendida esta situación, comparte la proposición de la Gerencia de División Estudios en cuanto a que las dos alternativas relevantes son mantener o aumentar la tasa de política monetaria. Agrega el señor Jadresic que para el análisis de estas dos alternativas y los matices de comunicación que puedan asociarse a cada una de ellas, vale la pena ahondar en la importancia relativa de estas distintas noticias y así tener un diagnóstico más certero. Manifiesta que en su opinión, tanto el Banco Central como el mercado han pecado, en los tiempos más recientes, al no ponderar en el análisis la relevancia de la inflación futura en el horizonte de política de veinticuatro meses como asimismo, los *shocks* de precios que han estado afectando al IPC y sus indicadores subyacentes. Indica el señor Jadresic que con este comentario no cuestiona la utilidad del análisis detallado que se ha efectuado a dichos precios. Muy por el contrario, cree que justamente en este análisis se aprecia que no queda claro que esas sorpresas inflacionarias específicas que se han observado sean una señal que anticipe presiones generalizadas por ese solo indicador. Comenta que dichas sorpresas cuando se van observando una por una se asocian a *shocks* de ofertas, las que incluso se podrían revertir. Además, los salarios siguen creciendo de manera bien acotada y sin reflejar hasta ahora presiones subyacentes, al contrario de lo que se vería en el caso que se estuviera en una situación de pleno empleo, al menos si se mantiene en el tiempo. Hace presente el señor Jadresic que con todo, esto no significa que crea que el tema de la inflación no sea importante, pero sí que se debe, principalmente, a razones más fundamentales.

En segundo lugar, en cuanto al escenario internacional, el Gerente señor Jadresic indica que si bien este escenario es hoy en día algo más inflacionario respecto a lo que teníamos hace un tiempo atrás, en cuanto a su impacto de corto plazo en la economía chilena, tampoco es evidente la relevancia de sus efectos a plazos mayores dentro del horizonte de política. Para este fin quiere poner un ejemplo concreto: es cierto que se ha visto un alto dinamismo en la economía internacional y que eso se ha fortalecido con los datos más recientes. Lo anterior, refuerza los riesgos al alza de los precios de los bienes que se transan especialmente los *commodities*, los combustibles y los alimentos, pero el riesgo directo que sostiene a la inflación se compensa, al menos en parte, por el riesgo indirecto asociado a que las alzas en esos precios reducen el ingreso disponible del sector privado, y eso genera un mecanismo de ajuste en la dirección opuesta. Agrega que se conoce que parte de la explicación que se ha dado también se debe a un crecimiento algo más lento que el año pasado, y ello dice relación con el precio de la energía y de los combustibles lo cual fue relevante.

Sin embargo, por otro lado, cree que el principal riesgo para la producción de la meta de inflación, no son tanto los *shocks* de precios específicos, como se ha estado observando, sino que se tenga un cierre de holguras de capacidad y mercado laboral más rápido que lo previsto. Comenta el señor Jadresic que es en este punto donde cree que están las novedades más importantes y se refiere específicamente a lo que sugieren las cifras de actividad y de empleo que se han estado analizando y sobre todo, al alto dinamismo del consumo y las importaciones de bienes de capital. Agrega que esto último, en particular, ha llevado a la Gerencia de División

4



## BANCO CENTRAL DE CHILE

Estudios a revisar las proyecciones de la demanda interna desde el *IPoM* a la fecha, o sea en un plazo bastante breve, desde 5,5% a 6%, tasa anual para el primer trimestre y, desde 6,7% a 8%, para el segundo trimestre, dando una proyección de 9% para el tercero. Señala el Gerente señor Jadresic, que estas son cifras de un crecimiento de la demanda bastante rápidas y mayor a lo previsto y, en este contexto, si se agregan los efectos que pueda tener el cambio en la meta de la regla fiscal en las perspectivas para el próximo año, se tiende a configurar un escenario de mayor riesgo para la inflación que el que se proyectaba hasta la reunión previa, incluso hasta el *IPoM* anterior.

Por las razones antes expuestas, el señor Jadresic estima, que de todos modos mantener por ahora la tasa de política monetaria se justifica por dos buenas razones, y la pregunta que surge es si moverse ahora o no. Sobre el particular, cree que en ello especialmente hay dos elementos de cierto alcance: el primer elemento es que el diagnóstico de una demanda creciendo fuertemente es algo todavía bastante incipiente; los datos que se han recogido desde el *IPoM* a la fecha no son demasados. Entonces, hacer un cambio base, ratificando estas nuevas proyecciones por una señal de tasa de instancia, resulta un paso bastante fuerte y, en ese sentido, puede ser prematuro. La segunda consideración es que en una alta medida estas perspectivas de mayor demanda interna se han compensado ya mediante aumentos en las tasas de interés como se ha observado en los mercados financieros, que se refiere a tasas más altas que las antes previstas, con una mayor demanda interna en Chile y una mayor actividad y riesgos de inflación en las discusiones en el mercado, no así en el Banco Central de Chile.

Sin embargo, señala que recién el mercado se ha sobreenfatizado. Agrega que el error de las noticias locales en el contexto que se han presentado es que los aumentos en las tasas de interés han sido bastante sustanciales y eso genera un efecto estabilizador con respecto de las perspectivas de actividad y de inflación hacia adelante, que hay que tomar en consideración. En este contexto, el señor Jadresic cree que es preferible acumular más evidencia antes de modificar la tasa de instancia y ello por cierto no obsta para que en el comunicado de hoy, si ese es el camino que se prefiere de mantener la tasa de instancia, se den señales de cómo se han modificado en este tiempo los riesgos de inflación y también de movimiento de las tasas de política monetaria.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que le parece más adecuado, que en la información que se publique en la Minuta, se incorpore la tabla presentada por el Gerente de Mercados Financieros Nacionales señor Beltrán De Ramón; para efectos de los *forwards* de inflación, ya que esa *forward* de inflación muestra expectativas bien ancladas en los precios financieros, no presenta desalineamiento y prácticamente ningún horizonte a partir de los años.

El Presidente señor Vittorio Corbo señala que en la Minuta se utilizará la información a que se refiere el Consejero señor Marfán, ya que se encuentra actualizada.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco señala que en esta oportunidad se va a referir a cinco puntos. El primer punto se refiere a que, evidentemente hay información disponible hoy que no había hace un mes atrás, tanto en actividad como en precios, y esta información parcial de un mes y en algunos casos de dos meses, apunta hacia una actividad más vigorosa y un mayor riesgo del resurgimiento del fenómeno inflacionario.

Como segundo punto, consulta cuánta información adicional se tiene y cuán sólido puede ser un cambio de perspectiva, dada la cantidad de información adicional. A su juicio, la respuesta a ese fenómeno también es clara. Agrega que la información que se tiene es poca, en especial lo que tiene que ver con la actividad por sobre lo presupuestado en el último *IPoM* y en la última Reunión de Política Monetaria. Agrega el señor Ministro que esa información se tiene esencialmente para un mes, y muestra que un par de variables están creciendo algo por sobre lo presupuestado y el consumo se destaca.

4



## BANCO CENTRAL DE CHILE

En su opinión, esta nueva reseña es informativa, pero no es decisiva y por lo tanto, estaría de acuerdo con las palabras del Gerente de División Operaciones Financieras señor Esteban Jadresic, en cuanto a que lo que se sabe, la solidez de la nueva información, no es tal para que justifique un cambio de fondo en las proyecciones que se hacen y por lo tanto, en la postura de la política.

El tercer punto que quiere destacar el señor Ministro, se refiere a que es importante hacer la lectura correcta del comportamiento de las tasas largas y de las tasas de interés en general. Agrega que no se tiene la información para distinguir adecuadamente lo importante de lo irrelevante. Agrega que con el sesgo localista que se tiene en las discusiones en Chile, el grueso de éstas se ha centrado en cuáles son las innovaciones de la información adicional que tenemos respecto a la economía local y considera que se ha subvalorado el hecho de que este es un fenómeno mundial. Señala el señor Ministro que si se lee la prensa chilena y los análisis chilenos, parece que el resto del mundo no existiese y que el alza muy marcada de las tasas de mediano y largo plazo en Estados Unidos de América, Europa y Gran Bretaña tampoco existiesen; por lo tanto, el arbitraje que está implícito en el movimiento de las tasas chilenas no es el único factor, pero sí un factor absolutamente clave, y esto debería llamar a tener cuidado llegado el momento de atribuir todo ese cambio en Chile a un fenómeno de mayores expectativas inflacionarias.

En el cuarto punto, el señor Ministro de Hacienda se refiere a la política fiscal, tema ya conversado en la última Reunión de Política Monetaria, pero que quiere enfatizar. Sobre el particular, indica que la política fiscal tiene varios ángulos, pero para los fines de esta discusión tiene dos perspectivas desde las cuales se le puede mirar. Uno es el tema del superávit, de la solvencia inter temporal y de la acumulación de pasivos o en este caso de activos.

Agrega, que desde esa perspectiva la discusión respecto al cambio en la política de meta de superávit desde un punto, a medio punto del PIB, es absolutamente inobjetable. Opina que no son muchos los países que son acreedores netos y Chile está a punto de serlo. Lo segundo, tiene que ver con el gasto para fines del equilibrio macroeconómico. Señala que como bien dijo el Vicepresidente señor José De Gregorio en una entrevista, lo que importa es la trayectoria del gasto y aquí llamaría al Consejo a tener en mente un punto importante. Hay que hacer con cuidado el álgebra, el cálculo y el cómputo que está explícito en la regla de balanza estructural, para ver cuáles son los deltas posibles o plausibles de gasto que aparecen para el próximo año. Agrega que cuando se hace ese ejercicio, poniéndole diversos escenarios al precio del cobre de largo plazo, al crecimiento tendencial, y si se toman en cuenta también factores tales como el alza en los costos de CODELCO, el comportamiento de la recaudación que se mencionó hoy día y los diversos escenarios que surgen, están muy distantes a la cifra astronómica de incremento en el gasto que a veces se ve en la prensa. Hace presente el señor Ministro, que el año pasado se tuvo un debate en que la gente hablaba de dos dígitos y era claro para cualquiera que hubiera hecho el cálculo, que eso no iba a ocurrir. Agrega que si de nuevo se hace el cálculo, es bastante evidente que para supuestos plausibles, eso este año no va a ocurrir.

Finalmente, el Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco expresa que le parece que hay novedades, pero que éstas son parciales. Aportan información, pero dicha información es más bien preliminar y no definitiva. Le parece que se puede tener certeza respecto a las expectativas de inflación que siguen estando ancladas en torno a la meta en los horizontes que importan, y que el fenómeno del incremento en las tasas de largo plazo no debe ser tomado, a su juicio, como evidencia contraria a esto. Por consiguiente, le parece que la actitud de *wait and see* hasta que se acumule más información, es la correcta y eso argumenta a favor de una mantención de la tasa de política monetaria.

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



## BANCO CENTRAL DE CHILE

El Consejero señor Enrique Marshall agradece al *staff* el material preparado para esta reunión. Comenta el señor Consejero que en el frente externo las condiciones siguen siendo favorables, el crecimiento global es vigoroso, los mercados financieros permanecen líquidos, y los precios de las materias primas se mantienen en niveles elevados.

Expresa el señor Marshall que en el último mes la principal novedad ha sido el alza en las tasas de interés, lo que parece responder al vigor del crecimiento global, a las mejores perspectivas para la economía norteamericana, y a una preocupación no disipada por la inflación. Indica que los mercados financieros internacionales operan con relativa normalidad, pero que la probabilidad de observar una mayor volatilidad ha aumentado debido al movimiento de las tasas de interés. Con todo, agrega, las condiciones financieras para las economías emergentes siguen siendo en general favorables, especialmente respecto de niveles históricos.

Menciona el citado Consejero, que en el curso del mes el precio del petróleo ha subido desde niveles por sobre los 60 dólares el barril; en tanto el precio del cobre ha bajado, bastante en línea con lo esperado, pero se mantiene por sobre los US\$ 3 la libra. Agrega que en el frente interno los agregados monetarios mantienen sus elevadas tasas de crecimiento. Por su parte, los agregados crediticios también se expanden a tasas altas, pero las últimas cifras vuelven a confirmar un proceso de moderación o ajuste, por lo menos en aquellas partidas que alcanzaron un mayor dinamismo en el pasado.

Agrega el señor Marshall, que en el mercado de títulos financieros las tasas de mediano y largo plazo han subido en forma importante. Ello parece responder a varios factores, los que incluyen el aumento de las tasas en los mercados internacionales, la evolución interna de la actividad y la inflación, y los anuncios del 21 de mayo pasado, pero señala que es difícil precisar la importancia relativa de cada uno de ellos. Señala el mencionado Consejero, que este movimiento de tasas ya ha introducido un factor de ajuste en las condiciones de liquidez de la economía. Indica que la demanda interna crece en forma vigorosa a un ritmo superior al previsto, destacando la elevada expansión del consumo privado, cuyas estimaciones y proyecciones se han revisado al alza. Por su parte, menciona el señor Consejero, las cifras de actividad que se han conocido en los últimos meses dan cuenta de un elevado crecimiento; y agrega que por segundo mes consecutivo, la variación anual del IMACEC se ubicó por sobre el 6%. Todo ello ha llevado a revisar hacia arriba las proyecciones en materia de actividad contenidas en el último *IPoM*.

Indica el Consejero señor Marshall, que la evolución del mercado laboral confirma estas mismas tendencias; el empleo y, en particular, su componente asalariado, crecen en forma importante. La tasa de desocupación vuelve a disminuir desde niveles que ya resultaban bajos en términos históricos. Comenta también que llama la atención, sin embargo, que este comportamiento del mercado laboral no se refleje con toda claridad en las tasas de variación anual de los costos laborales, que continúan siendo moderadas. Señala que el panorama para la inflación ha cambiado en forma importante. Por un lado, las tasas efectivas han resultado bastante más altas que las anticipadas previamente. Las cifras del mes de mayo sorprendieron nuevamente al alza. Con ello, tanto la inflación efectiva como la subyacente se han aproximado rápidamente al 3%. Esta mayor inflación se explica en buena medida por la materialización de factores de riesgo identificados en nuestros informes, como los aumentos en los precios de los combustibles y de los alimentos. Por otro lado, las proyecciones de corto plazo, aunque permanecen en niveles moderados, se han ajustado hacia arriba e incorporan un cierto sesgo al alza. Sin perjuicio de ello, las expectativas de inflación del mercado se encuentran bien alineadas con la meta de 3% para los distintos plazos.

Menciona el señor Consejero, que si bien el movimiento en la curva de rendimientos refleja expectativas de alzas futuras en la Tasa de Política Monetaria, para esta reunión tanto los precios de los activos, como las encuestas, tienden a coincidir en que la Tasa de Política Monetaria no tendrá variaciones.

4p





## BANCO CENTRAL DE CHILE

Admite el señor Marshall que existen argumentos para considerar más de una opción de política en esta oportunidad. Sin embargo, le parece que lo más adecuado es mantener la tasa de interés en su actual nivel. Indica que si bien el panorama ha cambiado, la inflación sigue en un nivel moderado y las presiones de costo están contenidas. Los antecedentes disponibles en materia de demanda interna y de actividad apuntan en la dirección de un mayor dinamismo, pero resulta aconsejable confirmar estas tendencias antes de introducir un ajuste en la Tasa de Política Monetaria.

Comenta el señor Consejero que es cierto que el riesgo de una aceleración de la demanda interna y, en particular, del consumo privado ha aumentado, pero también está presente el riesgo de eventuales restricciones en el abastecimiento de energía eléctrica u otros choques que pueden afectar la actividad real y, en especial, la producción industrial. Indica que el movimiento observado hasta ahora en la curva de rendimientos, si bien resulta significativo, deja espacio para no modificar el nivel de la Tasa de Política Monetaria en esta oportunidad y esperar hasta tener un cuadro más completo sobre las tendencias en curso. Hace presente el señor Consejero que, por lo demás, un alza de la Tasa de Política Monetaria en esta oportunidad podría tener una lectura equívoca por parte del mercado, en circunstancias que éste espera mayoritariamente que no se produzca una modificación.

Con todo, señala el citado Consejero, el Comunicado debe dar cuenta de los cambios que se están observando y de sus implicancias para la política monetaria.

En suma, el Consejero señor Enrique Marshall indica que su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria en 5,0%.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que, como es habitual, agradece el análisis del staff.

Menciona el citado Consejero, que el escenario externo de hoy día presenta diferencias significativas, respecto del de hace solo un mes. En lo positivo, destaca una menor probabilidad de que la economía de los Estados Unidos caiga en recesión, a la vez que se aprecia un fortalecimiento de la demanda interna en los principales mercados internacionales. En lo negativo, destaca el fuerte e inesperado aumento de las tasas de interés de largo plazo en las principales economías, especialmente en los Estados Unidos. Indica que aunque la economía chilena es más resistente a los eventos externos que en el pasado, no puede ni debe desentenderse de esa evolución de las tasas externas. Agrega, que el grado de desacoplamiento de Chile no puede sustraerse a eventos comunes en la economía internacional.

Con todo, señala el señor Consejero que aún es prematuro desentrañar si el cambio en las tasas de largo plazo es consecuencia de un fenómeno transitorio, por ejemplo un *sell off*, o si se trata de un cambio más duradero. En este último evento, los actuales precios financieros anticipan alzas en las tasas de política en todas las principales economías del mundo en el curso de este año. Señala que también es significativo, aunque con menor relevancia que lo anterior, que ha continuado aumentando el precio internacional de alimentos relevantes para los precios internos de Chile y que el precio del petróleo sería superior al que se percibía. En estos casos, le parece que lo importante es la trayectoria de corto plazo de estos precios, ya que no hay indicios que los principales precios internacionales a fines del horizonte de proyección, serían distintos a los contemplados en el escenario base.

En lo interno, comenta el Consejero Marfán que los mayores precios internacionales señalados, y un aparente realineamiento del precio interno de los remedios, parecen estar disipando el evento que se preveía en cuanto a que la inflación anual se ubicaría por debajo del 2% en el corto plazo. Señala que por la aplicación simple del principio de Taylor, de confirmarse esta evolución, se requeriría de un ajuste de la tasa de política monetaria a corto andar. La actividad, y particularmente



BANCO CENTRAL DE CHILE

la demanda interna, en tanto, han evolucionado con más dinamismo que el previsto. Por último, indica que no se observan elementos de presión inflacionaria en la evolución de las remuneraciones.

Menciona el señor Consejero, que las tasas de interés de largo plazo internas han seguido una evolución parecida a las internacionales, aunque con algo de menor fuerza debido a los efectos del *sell off* interno, que parece ya haber concluido. Agrega que todo lo anterior apunta de manera no ambigua a que el próximo movimiento de tasas en Chile debiera ser al alza. En este plano, señala que coincide con la Gerencia de División Estudios en que las opciones a evaluar en esta oportunidad son mantener o elevar la Tasa de Política Monetaria. Señala que los eventos que apuntan en la dirección de aumento son muy recientes, y falta aún evaluar su permanencia en el tiempo. Las expectativas de inflación, en su medición más reciente, aparecen bien ancladas en torno a la meta en el horizonte de política.

Le parece al Consejero señor Marfán, que un aumento de tasas en esta oportunidad, sólo podría justificarse por un cambio muy profundo en el escenario base y le parece también que, a menos de un mes de haber presentado el *IPoM*, se deberían incorporar o evaluar más antecedentes para tomar una decisión tan fuerte como esa. Por esta razón, cree conveniente mantener en esta oportunidad la tasa de política monetaria tal como por lo demás espera la mayor parte del mercado, pero introducir claramente un sesgo al alza en el Comunicado.

Por estas razones, el Consejero señor Manuel Marfán manifiesta que su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual de 5,0%.

El Consejero señor Jorge Desormeaux señala que también quiere agradecer el trabajo del *staff* del Banco en la preparación de los antecedentes para esta Reunión de Política Monetaria, así como los valiosos comentarios que se han entregado.

Menciona el señor Consejero que los antecedentes para esta reunión, tal como han señalado quienes le antecedieron, muestran importantes cambios en el escenario interno como en el externo, en relación a las dos reuniones previas.

En el plano externo, indica el señor Desormeaux, se ha comentado que sobresale un desempeño mejor a lo esperado en la economía de los Estados Unidos de América, mientras que el dinamismo en el resto del mundo se mantiene inalterado, lo que ha incrementado el riesgo inflacionario y ha dado lugar a aumentos significativos en las tasas de interés de largo plazo en el mundo desarrollado. Agrega que en el plano externo también se prevé que la normalización de los precios de los combustibles refinados será más gradual de lo estimado previamente. Menciona que estos dos desarrollos tienen claras consecuencias sobre la inflación interna.

Comenta el Consejero señor Desormeaux, que en el plano nacional la economía muestra un mayor crecimiento de la actividad y particularmente del gasto en relación a lo proyectado. Agrega que tal como señala el informe de la Gerencia de División Estudios, el riesgo de un mayor dinamismo del consumo parecería estar materializándose, lo que sucede en el marco de condiciones monetarias y crediticias que si bien se han moderado en el margen, continúan siendo expansivas. Le parece que otro factor que puede afectar las perspectivas de la inflación futura son los anuncios presidenciales del 21 de mayo, en relación a la flexibilización de la regla fiscal; pero que no solo han aumentado las perspectivas de la inflación futura, puesto que la inflación también ha sorprendido al alza en el corto plazo, a raíz del impacto de la subida de precios de bienes específicos como el caso del rubro salud, alimentos y combustibles. Señala el señor Consejero que estos factores contribuirán, en opinión de la Gerencia de División Estudios, en aproximadamente medio punto porcentual adicional a la inflación del IPC hacia fines de este año. Estos desarrollos, tanto en el plano interno como externo, han dado lugar, como se ha comentado, a un desplazamiento de 20 a 50 puntos base en la estructura de tasas de interés. Dado el mayor incremento que han registrado las tasas de interés nominales en relación a las reajustables, se ha

49



## BANCO CENTRAL DE CHILE

producido un aumento de la compensación inflacionaria *forward*, la que en todo caso, sigue centrada en torno a 3% en sus mediciones de mediano y largo plazo.

Como resultado de todo lo anterior, señala el señor Desormeaux, el mercado ha modificado sus expectativas sobre el curso futuro de la Tasa de Política Monetaria, esperando hoy día entre 2 y 3 alzas de 25 puntos base en lo que resta de este año. Con estos antecedentes, estima que las únicas opciones a considerar en la reunión de hoy, evidentemente son un aumento de 25 puntos base, o la mantención de la Tasa de Política acompañada, en su opinión, de un cambio en el sesgo de la política.

Agrega el señor Consejero, que no le cabe ninguna duda que las mayores presiones inflacionarias futuras que se han comentado, que resultan tanto de alzas de precios específicos, como de un cierre más rápido de las holguras, conducirán a una modificación de la trayectoria óptima de la tasa de política monetaria, adelantando su normalización. Estima que no cabe hacerse muchas ilusiones acerca de la persistencia de estas presiones, aunque se disponga hoy todavía de pocas observaciones. Sin embargo, también cree que el proceso de normalización de la Tasa de Política Monetaria no necesariamente debe iniciarse en la reunión de hoy; lo anterior por varias razones, algunas de las cuales ya han sido expuestas en esta ocasión.

En primer lugar y muy importante, menciona el señor Desormeaux que el alza que han evidenciado las tasas de interés de mediano y largo plazo en el mercado, han contribuido significativamente en la tarea de reducir la expansividad de las condiciones monetarias y financieras. En segundo lugar, cree que ello ocurre en el marco de expectativas de inflación que se mantienen ancladas en el mediano y largo plazo. En tercer lugar, señala que el mercado espera mayoritariamente la mantención de la Tasa de Política Monetaria en el día de hoy, y un alza podría dar cuenta de un exceso de activismo por parte del Banco Central de Chile y exacerbar la volatilidad de las tasas de mediano y largo plazo. Sin embargo, considera que para no arriesgar un eventual desanclaje de expectativas, especialmente si se exacerban algunas de estas tendencias, el Comunicado de esta reunión debe dar cuenta de un cambio en el sesgo de la política, abandonando explícitamente el sesgo neutral, en favor de un sesgo al alza.

El Consejero señor Desormeaux vota en consecuencia, por la mantención de la Tasa de Política Monetaria en 5,0%.

El Vicepresidente señor José De Gregorio, señala que en los últimos meses se ha visto cómo el panorama, tanto inflacionario como de actividad, ha estado cambiando y se ha desviado de manera significativa de lo que se esperaba a principios de año. En el más corto plazo, en particular en el último mes, se tuvo sorpresas respecto del último *IPoM*. Comenta que en el ámbito internacional han ocurrido cambios en los niveles de actividad y precios financieros, que si bien no son menores, sus implicancias sobre la conducta de la política monetaria no son significativas, ni tampoco de signo evidente. Sin embargo, agrega que en materia de precios de algunos productos específicos, éstos han tenido un impacto importante. El precio del petróleo y las gasolinas, así como el precio de algunos alimentos, ha aumentado de manera importante y explican una parte, aunque no la totalidad de las sorpresas que se han observado en los últimos registros de inflación del IPC y de las medidas subyacentes.

Menciona el señor Vicepresidente, que es importante tratar de despejar si los aumentos de la inflación han sido producto del aumento de precios específicos, o ellos corresponden a un aumento más fundamental. Comenta que al descontar del IPCX1 los alimentos, lo que representa aproximadamente dos tercios del IPC total, se observa que el último registro se ubica en 2,5% en 12 meses, sólo dos décimas más de los registros de fines del año pasado y principios de este año. Agrega que algo similar ocurre al observar la proyección de inflación basada en los componentes del IPC. Sin embargo, indica, lo más probable es que estas mediciones sigan registrando leves aumentos, en particular dado el importante dinamismo de la actividad económica, el cual ha sorprendido al alza y de seguir así se terminará el año cerca o incluso por encima del 6%.

24



## BANCO CENTRAL DE CHILE

Asimismo, añade el señor De Gregorio, el dinamismo de la demanda agregada confirma perspectivas de mayores presiones inflacionarias que son necesarias de contener. Dado el actual grado de expansividad de la Política Monetaria, estos desarrollos sugerirían quitarle algo de fuerza, lo que ya en cierta medida ha estado ocurriendo con las tasas de mercado.

En consecuencia, agrega el señor Vicepresidente, lo más recomendable, con el propósito de cumplir con el objetivo inflacionario será, este mes o los que siguen, subir la Tasa de Política Monetaria. No obstante, cree que hay razones para adoptar una posición cautelosa en esta reunión y esperar, aunque no mucho, a que se confirme este panorama. Esto, por cuanto al mirar los determinantes fundamentales de presiones de costos persistentes, no hay todavía evidencia definitiva que estos estén aumentando. En particular, señala el Vicepresidente señor De Gregorio, los costos laborales se mantienen creciendo a un ritmo acotado y no dan cuenta de las desviaciones que se han observado en los registros de inflación. En todo caso, indica que la evidencia respecto de márgenes es menos concluyente. Añade que el hecho de que el grueso del aumento de la inflación haya sido por productos específicos, cree que no es razón suficiente para no tomar acciones, situación que es importante por los efectos de segunda vuelta que se puedan materializar, en particular si el Banco no da una señal de que estos efectos son relevantes y que preocupan sus consecuencias inflacionarias. Agrega que la credibilidad podría verse debilitada, aumentando las expectativas inflacionarias con negativos efectos sobre la dinámica de precios.

Por lo anterior, expresa el señor Vicepresidente, cree que en esta oportunidad, es recomendable mantener la Tasa de Política Monetaria, pero afinar el diagnóstico para en el corto plazo subir la tasa de interés. Señala que no cree que sea razonable dar un sesgo en el Comunicado de hoy, aunque en la práctica sí existe, debido a la mala experiencia que se tuvo al darlo a principios de año. También indica que no le parece adecuado, por otra parte, reducir la efectividad de un instrumento comunicacional importante. En todo caso, señala que el sesgo debería ser evidente cuando se dé a conocer la Minuta de esta Sesión. Asimismo, no estima que sea prudente hacer referencia a la política fiscal en el Comunicado, mientras no se tenga una mejor evaluación de su evolución futura, así como su impacto sobre la inflación y la política monetaria. Con todo, el Vicepresidente señor José De Gregorio señala que su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria en 5,0%.

El Presidente señor Vittorio Corbo expresa que desde la última reunión, las principales novedades en la economía mundial son el continuo fortalecimiento de la actividad, el alza en las tasas de interés de largo plazo en los países industriales, ambos desarrollos especialmente en los Estados Unidos de América, y una revisión al alza de las expectativas de tasas de política monetaria en estas mismas economías.

Indica el señor Corbo que en la economía nacional, el producto y la demanda crecen por encima de lo proyectado en el último *IPoM*, mientras que el empleo aumenta su dinamismo. Agrega que este favorable cuadro sigue siendo impulsado por las positivas condiciones externas, el mayor impulso fiscal, y por condiciones financieras internas que continúan siendo auspiciosas. Señala que por el lado de la demanda, esto se manifiesta en el dinamismo que muestra el consumo privado, la inversión y las exportaciones. Además, añade que los anuncios recientes en la parte fiscal anticipan un impulso para este año y el próximo algo mayor que el anteriormente proyectado. Por su parte, agrega que por el lado de los sectores productivos la expansión es apreciable.

En contraste, indica el señor Presidente, la intensificación de los recortes de gas natural, el mantenimiento de altos precios de los combustibles, y el aumento reciente en las tasas largas, pueden terminar ejerciendo un efecto contractivo en la demanda interna y en el producto.

En lo que se refiere a la inflación, el Presidente señor Corbo menciona que la inflación del IPC y las distintas medidas de tendencia inflacionaria han continuado incrementándose, superando algunas de ellas el 3% anual. Esta situación ocurre en circunstancias en que las holguras de capacidad se estrechan algo más de lo proyectado, y en que el alza en los precios de

2 hp



## BANCO CENTRAL DE CHILE

combustibles y, en menor medida, de los alimentos y los medicamentos, tiende a ser más persistente y más pronunciada que lo previsto. En contraste, agrega, las presiones inflacionarias provenientes de los costos laborales continúan acotadas. En paralelo, por su parte, las expectativas inflacionarias de mediano y largo plazo, medidas por encuestas de expectativas y por compensaciones inflacionarias, se encuentran en torno al 3% anual.

Menciona el señor Presidente, que las tasas de interés de mercado aumentan en las últimas semanas, tanto por factores externos -la fuerte alza en las tasas de interés internacionales asociadas a las mejoras en las perspectivas económicas de los Estados Unidos de América, y el fortalecimiento del crecimiento de la Zona Euro y Japón- como por la mayor inflación y las mejores condiciones de crecimiento internas. En cuanto a expectativas para el curso de la Tasa de Política Monetaria, el señor Presidente señala que el mercado espera ahora entre dos y tres alzas hasta fines de año.

Indica el Presidente señor Corbo que el cuadro macro-financiero que resulta de estos nuevos desarrollos contiene mayores presiones inflacionarias que las consideradas en el último *IPoM*. En paralelo, agrega, se incrementa el riesgo de posibles efectos de segunda vuelta de los recientes *shocks* de oferta. Le parece que de consolidarse este escenario, resultará en perspectivas de inflación mayores que las proyectadas en el último Informe, lo que requeriría de un menor estímulo monetario para asegurar que la inflación anual se mantenga en torno a 3%.

Por lo anterior, agrega el señor Corbo, se inclina por mantener la Tasa de Política Monetaria en un 5,0%, a la espera de poder acumular más información sobre la persistencia de los aumentos recientes de las presiones inflacionarias.

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

### 109-01-070614 – Tasa de Política Monetaria.

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

El escenario externo relevante para la economía chilena continúa favorable. La actividad económica mundial confirma su vigor, destacando las mejores perspectivas para las economías desarrolladas, lo que ha contribuido a un aumento de las tasas de interés de mediano y largo plazo. Los precios del cobre y del petróleo y sus derivados, especialmente la gasolina, así como los de algunos alimentos, permanecen altos.

La información disponible sobre actividad y gasto interno da cuenta de un mayor dinamismo, por encima de proyecciones previas, aumentando la probabilidad de que se materialice un crecimiento superior al contemplado en el escenario base del último Informe de Política Monetaria. En particular, destaca el vigor del consumo privado, la inversión y las exportaciones. El empleo asalariado continúa aumentando y, no obstante los incrementos recientes en las de tasas de interés de mercado, las condiciones financieras internas son favorables.



BANCO CENTRAL DE CHILE

La inflación del IPC se ubica levemente por debajo de 3% y sigue influida por el precio de los combustibles y por un repunte de la inflación subyacente IPCX 1 (que excluye combustibles, perecibles y algunos servicios regulados), la cual ha estado afectada especialmente por mayores precios de los alimentos y algunos productos del rubro salud. Más allá de los aumentos de estos precios específicos, las medidas alternativas de la tendencia inflacionaria han aumentado, mientras que las expectativas de inflación a mediano y largo plazo permanecen ancladas en torno a 3%.

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. Esto implica que, de consolidarse una perspectiva de inflación más alta que la considerada en el último Informe de Política Monetaria, será necesario reducir el impulso monetario."

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17:55 horas.

JOSÉ DE GREGORIO REBECO  
Vicepresidente

VITTORIO CORBO LIOI  
Presidente

MANUEL MARFÁN LEWIS  
Consejero

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ  
Consejero

ENRIQUE MARSHALL RIVERA  
Consejero

ANDRÉS VELASCO BRANÉS  
Ministro de Hacienda

JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR  
Ministro de Fe (S)

la 4



## BANCO CENTRAL DE CHILE

### ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 110 celebrada el 12 de julio de 2007

---

En Santiago de Chile, a 12 de julio de 2007, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Vittorio Corbo Lioi y con la asistencia del Vicepresidente don José De Gregorio Rebeco y de los Consejeros don Jorge Desormeaux Jiménez, don Manuel Marfán Lewis y don Enrique Marshall Rivera.

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

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 Rodrigo Valdés Pulido;  
Gerente de División Política Financiera, don Pablo García Silva;  
Gerente de División Operaciones Financieras, don Esteban Jadresic Marinovic;  
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Igal Magendzo Weinberger;  
Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;  
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;  
Gerente de Mercados Financieros Nacionales, don Beltrán De Ramón Acevedo;  
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; y  
Secretario General, don Jorge Court Larenas.

El Presidente señor Vittorio Corbo señala que asiste especialmente invitada la Revisora General señora Silvia Quintard Flehan.

El señor Presidente fija la fecha de la Sesión de Política Monetaria del mes de enero de 2008, para el día 10 de ese mes.

El señor Presidente señala que, como es habitual, se dará inicio a la presentación del informe económico y financiero de la Gerencia de División Estudios, el cual será presentado en la parte internacional, por el Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann B. y, en la parte nacional, por el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Igal Magendzo W.

El Presidente señor Vittorio Corbo ofrece la palabra al Gerente don Sergio Lehmann Beresi, para que inicie la exposición.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann, señala que en el ámbito internacional existe un significativo aumento de los precios de *commodities* que motivan correcciones al alza en las proyecciones, particularmente del cobre y petróleo. Indica que se acentúa la situación por el efecto que pudiera tener el aumento de la morosidad de la deuda hipotecaria *subprime* en Estados Unidos de América, lo que ha tenido algún efecto sobre las tasas de interés *fly to quality* y un menor registro de inflación, que reduce las tasas de interés de largo plazo, en línea con lo señalado, esto es, en torno a 15 puntos base en dólares, pese a la publicación de algunos indicadores de actividad que fueron positivos, particularmente vinculados al mercado laboral. Indica el señor Lehmann que se han diluido las expectativas de alzas de la Tasa de Política Monetaria en Estados Unidos de América, mientras que la Zona Euro y Japón continúan esperando su aumento en lo que resta del año.

En materia de crecimiento se ha fortalecido el dinamismo de Asia y Europa, compensando el menor crecimiento que ha registrado Estados Unidos de América, particularmente lo que fue el primer semestre en dicho país. Agrega que respecto a indicadores económicos, existen noticias que fueron leídas positivamente por el mercado, a propósito de las reacciones de tasas de interés, no tanto comparando con lo que se esperaba respecto a ese indicador. En general, se observan indicadores mixtos, pero si se observa con más cuidado, los que son negativos están asociados, fundamentalmente, con el mercado inmobiliario, ventas de casas existentes y nuevas.

Indica el señor Lehmann que el gasto personal nominal también fue algo menos de lo esperado y por tanto ha reaccionado negativamente desde el punto de vista de los mercados financieros. Sin embargo, si se observan los datos de ISM, éstos fueron muy positivos.

Señala el Gerente señor Lehmann que con respecto al mercado laboral y la tasa de desempleo también fueron positivos, lo que de alguna manera atenuó los efectos contrarios de las lecturas negativas del mercado inmobiliario. En materia de precios, señala que las noticias fueron positivas. Indica también, que se acentúa la preocupación por la deuda fiscal, y aquella vinculada con la deuda orientada a sectores más riesgosos.

Acerca del mercado laboral, manifiesta el señor Lehmann que continúa dinámico y ha sorprendido positivamente la creación de empleos la que se mantiene en niveles elevados. Por su parte, señala que la tasa de desempleo se ha mantenido en un nivel relativamente bajo.

En cuanto a las noticias de precios, manifiesta el Gerente señor Lehmann que éstas han sido buenas por el lado del IPC Core el cual se encuentra algo por debajo del 2%, en la zona de confort de la Reserva Federal. Agrega que los CPU han tendido, al menos en un dato marginal, a caer producto de las noticias de costos laborales. Respecto a las perspectivas hacia adelante, éstas son positivas a propósito de estos indicadores, los que han sido leídos adecuadamente, particularmente en lo relacionado al mercado laboral. Indica que esto es la proyección de *Consensus Forecast*, de la trayectoria trimestral que se espera hacia adelante, la perspectiva de una gradual recuperación del crecimiento tendiendo al producto potencial. Estos indicadores están bastante en línea, con una correlación alta con el indicador líder, el *Confidence Report*. Por tanto, se esperaría si es que se confía en estos indicadores, que debería tenderse a recuperar el crecimiento, particularmente pensando que este crecimiento fue bastante más bajo de lo que se había presupuestado inicialmente.

W





## BANCO CENTRAL DE CHILE

El Gerente de Análisis Internacional menciona que respecto a la Zona Euro, los indicadores económicos han continuado mostrando una tendencia positiva, destacando el *Purchasing Managers' Index*. Por otro lado, menciona que algunos indicadores de sentimiento económico, si bien no han sido del todo positivos, en particular en Alemania, igualmente se han mantenido en niveles altos y las noticias en general respecto a Europa son positivas. Agrega, que no ha habido mayores novedades, y se ha mantenido el IPC Core en los niveles que había mostrado en meses anteriores. Señala el señor Lehmann que existe una alta correlación entre el PIB y el sentimiento económico, que fue muy positivo, y eso hace esperar que el crecimiento hacia adelante en Europa mantenga el dinamismo. En términos de inflación, como se había anunciado no se han presentado grandes novedades. Agrega que Japón estuvo en línea con lo esperado. Asimismo, en la producción industrial ha habido algunas noticias no del todo positivas, las que se han estado atenuando a propósito de la encuesta, que ha sido más positiva de lo anticipado, lo cual hace prever que el dinamismo en Japón también se mantendría hacia adelante. Con respecto a la inflación en este último país no ha habido novedades.

En términos de crecimiento mundial, señala el señor Gerente que de acuerdo a *Consensus Forecast*, éste se ha corregido al alza en el mes de julio, ya que hace un mes se esperaba 4,9, y ahora se espera 5. Lo anterior está asociado, fundamentalmente, a un mayor dinamismo de lo anticipado, particularmente en la Zona Euro, así como también marginalmente en Japón y China. De igual forma se ha estado revisando al alza el crecimiento del PIB de China, y eso también ha generado cierto efecto positivo en los mercados del año 2006. Hacia el año 2008, las correcciones son menores, pero si uno mira particularmente a la Zona Euro también se observa un escenario más positivo.

Referente al precio del cobre, manifiesta el Gerente de Análisis Internacional que ha aumentado durante el último mes de manera relativamente significativa, y hoy continuó aumentando y está sobre US\$ 365 centavos la libra. La volatilidad se ha mantenido en niveles relativamente acotados. Esta situación, que se ha debido a la percepción de un mercado más ajustado, ha producido efectos sobre los precios derivados de algunas huelgas y conflictos laborales, no solo en Chile sino también en otros yacimientos mineros alrededor del mundo, y eso ha sugerido revisar el precio del cobre a US\$ 3 por ahora, lo que claramente tiene un sesgo hacia el alza. Agrega que si se observa con detalle, todos los bancos de inversión están considerando sobre US\$ 3, con excepción de Cochilco, que en realidad revisa su proyección a fines de julio. Para el próximo año también se revisa al alza, pero igualmente tendría un sesgo positivo.

Respecto al precio del petróleo, el señor Gerente señala que el *Brent* y el *WTI* han estado aumentando. El *spread* del *WTI Brent*, que en algún momento tendió a cerrarse, particularmente hace una semana, ha vuelto a niveles comparables a los que se mostraban hace un mes y eso derivado de problemas en las Refinerías del Oeste de los Estados Unidos de América, las que tienen problemas para refinar, por lo que se acumula algo más de inventario *WTI* y eso hace que la brecha entre ambos tienda a incrementarse. La situación en el mercado del petróleo, que se percibe más ajustada de lo que se había anticipado hace un mes, lleva a corregir la trayectoria. Manifiesta que esta trayectoria sugiere revisar la proyección para este año y especialmente para el próximo. Para este año se revisan a US\$ 2 el barril y se ubica en US\$ 66, lo que está en línea con lo proyectado por el Departamento de Energía de los Estados Unidos de América, y muy en línea con lo que están hoy estimando la generalidad de los bancos de inversión.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann señala que para los años 2007 y 2008 se revisaron las proyecciones al alza, existiendo una mayor dispersión en términos de las expectativas del precio del petróleo para el año 2008, pero la percepción existente es que el mercado estará más ajustado, lo cual está en línea con lo planteado por el Departamento de Energía en Estados Unidos de América y también algunas revisiones al alza en la demanda por combustibles en general. El precio promedio efectivo es de US\$ 62 dólares, lo cual sugiere que este precio se mantendría en niveles relativamente elevados en lo que resta del año. En cuanto al precio de la gasolina, éste ha aumentado de manera importante, siguiendo la evolución mostrada por el precio del petróleo. En lo que se refiere a la volatilidad, ésta ha mostrado cierto comportamiento errático pero no se encuentra en niveles particularmente altos. Lo anterior sugiere revisar la proyección de la gasolina influenciada, especialmente, por el mayor precio del petróleo, y de manera más importante para el año 2008.

Acerca del precio de los granos, en general, manifiesta el Gerente señor Lehmann que se está revisando al alza la proyección del Banco Central de Chile, e incluso estima que ha crecido más de lo que se había previsto.

Respecto a expectativas de la Tasa de Política Monetaria en Estados Unidos de América, comenta el Gerente de Análisis Internacional que ha traído nuevamente las opciones, porque hay períodos en donde existe inflexión, ya que es mejor para efectos de leer la visión que tiene el mercado. En este aspecto, señala que algunos piensan que puede subir y otros que puede bajar, dependiendo de la evolución. En todo caso, señala que lo importante es que versus lo que se tenía hace un mes, hoy se observa mayoritariamente, y esto lo dice como opciones, posiciones tendientes a mantener o que apuntan a la mantención de la tasa de política monetaria en Estados Unidos de América. Agrega que hacia el mes de diciembre existe algo de incertidumbre, pero de todas maneras las apuestas están en una mantención en 5,25%; distinto a lo que se tenía hace un mes, donde se esperaba de hecho la posibilidad de un alza para fines de año.

Acerca de las tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos de América, indica el Gerente de Análisis Internacional que éstas tuvieron, al menos en la primera mitad del mes, una tendencia hacia la baja por las preocupaciones asociadas al tema *subprime* en Estados Unidos de América; después hubo noticias positivas que se reflejaron en la tasa larga, particularmente vinculadas con el mercado laboral; y, posteriormente, hubo nuevamente preocupaciones por la deuda *subprime* de algunos fondos, de hecho un cambio en visiones y clasificaciones de riesgos de algunas instituciones clasificadoras, lo que volvió a hacer caer la tasa larga y en el margen ante declaraciones del Presidente de la Reserva Federal de Filadelfia, que apuntaba a que no tendría efectos reales el problema inmobiliario en Estados Unidos de América o que al menos sería relativamente acotado, situación que generó bastante ruido.

En cuanto a la compensación inflacionaria, señala el Gerente de Análisis Internacional, ésta ha estado realmente plana y si se observara con más cuidado, la tendencia sería hacia la baja, dado los datos inflacionarios que fueron relativamente buenos. Menciona que respecto a Europa y Japón, los movimientos han sido muy en línea con lo que se ha observado en Estados Unidos de América.

Respecto a monedas, se ha percibido que el dólar se ha depreciado, lo que ha estado muy en línea con las expectativas de movimientos de tasas. Agrega que se observa el diferencial tasa – euro / tasa – dólar a dos años el que ha estado ampliándose en favor hacia el euro. Respecto a otras monedas, lo que se considera es que la apreciación del dólar está más bien finalizada, se tienen caídas del 2% en el real brasileño, una apreciación del euro de 3% aproximadamente, lo mismo ocurre en los países de Europa, Nueva Zelanda y en términos totales el dólar multilateral se ha depreciado algo más del 2% durante el mes.

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

Respecto a *spreads*, éstos han tendido a aumentar a propósito del efecto *fly to quality*, e indica el señor Gerente que hay que estar en tiempo con el bagaje lingüístico *from risk* y que se han observado aumentos que también se usan en los mercados financieros. Comenta que también se ha visto un aumento de *spreads* que en algún tiempo tendieron a revertirse, pero que volvieron a aumentar.

Respecto a las percepciones de riesgo, señala el señor Lehmann que éstas han estado bastante volátiles. Indica que se tienen en el mercado desarrollado, que es el riesgo tradicional, pero también ahora se ha utilizado la volatilidad de las bolsas de las economías emergentes. Asimismo, hace presente que los cambios de volatilidad en las economías emergentes son mucho más fuertes, y de hecho, allí se observan con mucha más claridad los efectos *fly to quality* y la preocupación de los mercados respecto a lo que ocurrió en mayo, donde se produjo una reacción bastante importante de la volatilidad de las bolsas de economías emergentes. Finalmente, señala que estas últimas han tendido a tranquilizarse en el margen.

El Presidente señor Vittorio Corbo agradece la presentación del señor Lehmann y ofrece la palabra para comentarios.

En referencia al efecto del factor estacionalidad en el precio del petróleo *WTI* y *Brent*, en las mediciones que se está considerando, el Consejero señor Manuel Marfán señala que como no se está realizando una proyección a doce meses, cualquier ejercicio que se haga debiera considerar también la estacionalidad en ese modelo de futuro, porque si no es así, dependerá del mes en que termina la proyección de corto plazo para determinar el nivel que mantendría.

El Gerente de Análisis Internacional señala que efectivamente hay un efecto estacional que aparece como resultado de las gasolinas, el que finalmente es un insumo para el modelo que alimenta la proyección de inflación. Agrega que ciertamente se captura esta situación dentro del análisis que se efectúa finalmente en materia de inflación.

El Consejero señor Marfán señala que si la proyección del precio de la gasolina en el mes de junio, contemplaba la estacionalidad, entonces la diferencia es aumento no estacional.

El Gerente de Análisis Internacional confirma al Consejero señor Marfán que efectivamente se trata de un aumento no estacional, ya que se deriva, fundamentalmente, de un mercado más ajustado. Indica que se han tenido algunas novedades también en el precio de las gasolinas, situación que las impactó en el corto plazo, además de problemas de refinerías que de alguna manera ya se habían anticipado como probables.

En relación al comentario del Gerente de Análisis Internacional respecto del trigo y el maíz y el precio de los granos en general, que tienden a estar algo más alto de lo proyectado, el Consejero señor Manuel Marfán señala que la temporada en Chile de esos granos corresponde a periodos distintos del año. Entonces, en este caso el precio internacional no resulta un buen referente, ya que el precio del trigo está muy afectado por la temporalidad. Agrega que cuando se realizaba la proyección interna del precio del trigo, en la Comercializadora de Trigo S.A., Cotrisa, se estimaba el precio de cosecha y el precio en el



BANCO CENTRAL DE CHILE

tiempo. Después de terminada la cosecha, había una pendiente que era la tasa de interés, más el tiempo de guarda, entonces el precio de futuro mostraba esa pendiente.

Añade el Consejero señor Marfán, que el precio futuro internacional trataría de hacerlo desestacionalizado, sobre la base de los coeficientes de estacionalidad del dato observado.

El Vicepresidente señor José De Gregorio señala que el IPC de Estados Unidos de América ha estado cerca de 2,6% y el PCE *Core* es 2,2%, por lo que las noticias del IPC han sido bastante negativas. De hecho agrega, el último dato fue de 0,7% para la inflación del IPC en Estados Unidos de América. Señala el señor Vicepresidente que quería llamar la atención respecto a que ellos están enfocados en el PCE *Core*, pero que las cifras de IPC son bastante más negativas. Señala que obviamente el PCE *Core* va a ser más estable en la medida que los parámetros sean variables. Otro tema que quiere señalar el Vicepresidente señor De Gregorio es el del petróleo. Indica que pensó que este problema era más grave, pero menciona que se transa mucho *Brent* con descuentos, los contratos son *Brent* menos algo, y esos descuentos se habrían estado reduciendo, lo que indicaría que el precio efectivo del petróleo, al que están adquiriendo las refinerías, es más alto que aquél que indican.

El Consejero señor Jorge Desormeaux destaca que el principal riesgo de la economía mundial es la economía norteamericana, la que tiene dos dimensiones: una el sector inmobiliario, el sector real, y otra, la dimensión financiera. Consulta el señor Consejero al Gerente de Análisis Internacional, si las palabras del Presidente de la Reserva Federal de Filadelfia, cuando expresa que no tendrá repercusiones importantes para la economía, se está refiriendo al sector real o a los *spill over* financieros que últimamente han estado copando las portadas de los medios financieros.

Respecto a lo anterior, el Gerente señor Lehmann señala que entiende que se refería a los efectos reales del mercado inmobiliario. Estima que todavía existen dudas y preocupaciones en torno a cuáles serán los efectos financieros que pudiera provocar este fenómeno. Indica que el Gerente de División Política Financiera señor Pablo García al comienzo de la reunión, le comentó que miembros de la Reserva Federal de Atlanta también manifestaban cierta preocupación por los efectos financieros que pudiese tener lo que está observándose, por ejemplo, créditos de bancos a personas y los efectos que éstos pudiesen provocar. Agrega que la percepción, al menos del sector real, es que los factores serían acotados, cree que respecto a efectos financieros, todavía se percibe que es un mercado relativamente pequeño y por tanto, de todas maneras, no debería generar impactos importantes. Manifiesta el señor Lehmann que éste es un tema que habría que estar monitoreando.

El Gerente de División Política Financiera señor Pablo García comenta que en la visita que habitualmente hace la Reserva Federal de Atlanta a Latinoamérica, manifestaron cierta preocupación porque aparte del problema del *subprime*, había un tema referido a todo el desarrollo inmobiliario que había ocurrido en la costa del sureste de Estados Unidos de América, donde aún no se veía todo el posible impacto debido a la caída de los precios de las propiedades, siendo un tema todavía en desarrollo. Señala el señor Gerente de División mencionado que lo que sí hay que notar, es que a partir de la última encuesta de la Reserva Federal sobre condiciones crediticias, tema que en su momento observamos a comienzos de año, se ve que los estándares han continuado oprimiendo muy fuertemente al segmento



BANCO CENTRAL DE CHILE

*subprime*, pero eso no se ha manifestado todavía en una presión de crédito para el resto de los segmentos de clientes de la banca. Señala el señor Gerente de División que el último dato es de abril y habría que ver ahora la encuesta a mitad de año, pero, por lo menos, para el primer semestre, no se ha observado un estrechamiento de los estándares para segmentos más allá de los *subprime*.

El Presidente señor Vittorio Corbo señala que en la parte real las cifras de los Estados Unidos de América han demostrado que el escenario, después de la baja del primer trimestre, va a experimentar una recuperación. Indica que está el ISM manufacturero, el ISM de servicio y las cifras del mercado laboral. Señala que las cifras reales son mejores en el margen, en cambio en la parte financiera son deficientes. Comenta también el señor Presidente que se está observando, por primera vez, estos *spreads* hacia el alza, los que hace tiempo se esperaba que se revirtieran. Indica que hay más dudas en la parte financiera, pero la parte real se aprecia mejor. Estima el señor Presidente que se seguirá observando más profundidad en la parte financiera y en la parte real está por evaluarse cuán independiente es de lo que pasa en la parte financiera. La parte real sigue más fortalecida que antes.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que la preocupación que surge en la prensa y en los analistas por los efectos del mercado de los activos *subprime*, por lo menos hasta ahora, parece más relacionada con el mercado de valores que con el mercado bancario, por los efectos en la valoración de los riesgos, ciertos instrumentos un poco estructurados, sofisticados y las clasificaciones de riesgo, y como lo ha mencionado el Gerente de División Política Financiera señor Pablo García, eventualmente habría preocupación también de la Reserva Federal por los bancos, lo que hasta ahora no se ha constatado.

El Vicepresidente señor José De Gregorio señala que en el mundo existen riesgos, y los que afectan a la economía chilena que pudiesen descuadrar el escenario macro son algo menores. Respecto a la parte financiera, sin duda que en Estados Unidos de América la discusión es qué impacto pueden tener los *subprime* sobre las medidas regulatorias. Agrega que muchos *headfunds* están esperando comprar y esperando que baje aún más el mercado para hacerlo.

Por otra parte, señala el señor Vicepresidente que están llegando al Congreso muchos temas regulatorios de protección a los deudores, pero sus implicancias sobre la economía chilena en precios de *commodities* son bastante menores. Señala que la fortaleza de la economía mundial y su implicancia para las economías chicas, muestra que existen pocas posibilidades de que ocurra un descarrilamiento.

A propósito de lo anterior, el Consejero señor Enrique Marshall estima que si la preocupación se extiende a los bancos, en ese caso sí podría producirse algún efecto, ya que éstos están aplicando políticas mucho más globales, y si se presionan las condiciones crediticias, eso puede traducirse en nuevas políticas a nivel global, no solo en Estados Unidos de América, sino que también en Chile, ya que los bancos son procesados, evaluados y tienen *rating* globales. Estima el señor Consejero que ese hecho marcaría una cierta diferencia y comenta que si se observa que el Citibank o el Banco Santander Santiago cambian sus políticas, dicha acción podría tener implicancia e impacto también en América Latina.

24



## BANCO CENTRAL DE CHILE

El Consejero señor Manuel Marfán manifiesta que si analizan los gráficos, el efecto *fly to quality* sobre Chile son cinco puntos base respecto de la Reunión de Política Monetaria anterior. Señala que da la sensación que es más, porque hay dos escalas, pero si se observa entre la Reunión de Política Monetaria anterior y ésta, son cinco puntos base, o sea, algo bastante menor de lo que se apreciaba.

A continuación, el Presidente señor Corbo ofrece la palabra al Gerente de Análisis Macroeconómico, don Igal Magendzo Weinberger, a fin de que presente la exposición sobre la parte nacional.

El Gerente señor Magendzo señala que la información acumulada durante el último mes nuevamente dio cuenta de un escenario de inflación de corto plazo superior al previsto en el último *IPoM*. Asimismo, los datos confirmaron un escenario de crecimiento de la actividad algo mayor que el de esa oportunidad. Indica que las noticias recientes reflejaron la materialización de algunos de los riesgos descritos en el *IPoM*, los que se verificaron con una magnitud inusual. La actividad de mayo aumentó a una tasa anual menor que la de los meses previos, aunque corregida por factor calendario su crecimiento fue similar, en especial para los sectores distintos de recursos naturales. Ello reafirmó que las holguras de capacidad eran menores que las previstas en el último Informe de Política Monetaria, con el consiguiente aumento de las presiones inflacionarias de mediano plazo. La inflación de junio, en tanto, resultó sorpresivamente alta, muy por sobre lo esperado. Menciona el señor Magendzo que al igual que en meses anteriores, la sorpresa se concentró en precios de productos específicos, esta vez particularmente en lácteos y algunas verduras frescas. El aumento de estos precios, sumado a una nueva revisión al alza en el precio de los combustibles en pesos, lleva a un escenario de inflación de corto plazo sustantivamente superior al descrito en el *IPoM* de mayo, estimándose que en el corto plazo la inflación IPC fluctuaría en torno a 4% anual. Agrega que las expectativas de inflación de mercado reaccionaron a este escenario de mayor inflación por un *shock* de oferta con un incremento de la inflación esperada en el corto plazo, manteniéndose ancladas en torno a 3% a largo plazo y con un adelantamiento de las expectativas de alza de la Tasa de Política Monetaria por este concepto. Al cierre de este Informe, la evolución esperada de la Tasa de Política Monetaria en contratos *swaps* incluía cinco alzas de la Tasa de Política Monetaria en un año plazo, tres de las cuales se concretarían antes de diciembre del año 2007 y una cuarta que lo haría en el primer trimestre del año 2008.

El Gerente de Análisis Macroeconómico indica que en el mercado financiero nacional los principales cambios del último mes volvieron a concretarse en el aumento de algunas tasas de interés, en todo caso de menor magnitud que el mes previo, y en la consolidación de una expectativa de mercado de que la Tasa de Política Monetaria aumentará en lo inmediato. Agrega que tras la publicación del IPC de junio, las tasas de interés de los documentos nominales del Banco Central de Chile aumentaron entre 15 y 20 puntos base, al tiempo que las tasas de los reajustables disminuyeron, aunque no las de largo plazo, que se mantuvieron estables.

Hace presente también, que las expectativas respecto de la Tasa de Política Monetaria, que se deducían de los precios de los activos financieros y de las encuestas a las mesas de dinero habían aumentado la magnitud y la velocidad del ajuste de la Tasa de Política Monetaria respecto de lo observado al cierre del *IPoM* de mayo y de lo vigente al momento de la reunión pasada. En mayo pasado, las expectativas de mercado anticipaban un alza de 25 puntos base de la Tasa de Política Monetaria en los siguientes doce meses, lo que en junio subió a tres alzas de igual magnitud, dos de ellas en el curso del año 2007. Agrega el señor Magendzo que al cierre de este Informe, las expectativas anticipaban cinco aumentos de 25

hp



## BANCO CENTRAL DE CHILE

puntos base en los próximos doce meses, tres de los cuales se producirán antes de diciembre y un cuarto que se verificaría en el primer trimestre del año 2008. De hecho, la mayoría de las expectativas de mercado anticipaban un incremento de 25 puntos base de la Tasa de Política Monetaria para esta reunión. Indica el señor Gerente de Análisis Macroeconómico que las expectativas de inflación del sector privado también mostraron aumentos, especialmente, aquéllas a plazos menores de dos años. Comenta también que las tasas de largo plazo seguían estando cercanas a 3% y según la encuesta a las mesas de dinero, la inflación esperada a un año aumentó a 3,55%, 0,45 punto porcentual superior al mes anterior, mientras a dos años plazo subió a 3,3%. Las medidas de compensación inflacionaria *forward* de menores plazos mostraron aumentos importantes entre 0,1 y 0,4 punto porcentual, mientras la de mayor plazo, 5 en 5, se volvió a ubicar en torno a 3%. Por otra parte, menciona que los resultados de la Encuesta de Expectativas Económicas del Banco Central de Chile muestran que la inflación esperada a un año plazo aumentó a 3,2%, 0,2 punto porcentual respecto del mes pasado, mientras a dos años plazo sigue en 3%. Indica que esto, pese a que la inflación esperada al mes de diciembre de este año tuvo un incremento sustancial, llegando a 4,1%, 3,2% el mes anterior.

Por otra parte, el señor Gerente de Análisis Macroeconómico señala que las condiciones financieras eran favorables, sin novedades relevantes por el lado de los agregados crediticios y monetarios durante el último mes. En particular, el dinamismo de las colocaciones bancarias siguió en línea con los meses previos, aunque con un aumento del crecimiento anual de las colocaciones a personas y una reducción del crecimiento de los créditos a empresas, a la vez que la velocidad de expansión aumentó en el primer caso y en el segundo se mantuvo relativamente estable. Menciona el señor Magendzo que las tasas de interés de las operaciones de los bancos asociadas a créditos para la vivienda tuvieron un incremento en el último mes, mientras las comerciales disminuyeron levemente, y en tanto las de los créditos de consumo se mantuvieron estables.

Señala el señor Magendzo que la paridad peso/dólar alcanzó un valor máximo de \$530 a fines de junio. A partir de entonces, disminuyó coincidiendo con el fuerte incremento del precio del cobre y de otros productos básicos de exportación, con la depreciación del dólar en los mercados internacionales y con el cambio en las expectativas sobre la evolución de la Tasa de Política Monetaria en Chile, ubicándose en torno a \$520 al cierre de este Informe. Hace presente, que tras ubicarse bajo 94 en mayo, en su medición 1986 = 100, el tipo de cambio real subió de ese nivel en junio y se estima que en julio se ubicaría sobre 95.

Menciona el señor Magendzo que los indicadores de consumo de mayo siguieron mostrando tasas de variación anual superiores a las del primer trimestre. Las expectativas de los consumidores se deterioraron durante junio, comportamiento que se extendió a todas las preguntas, y se mantenían en la zona pesimista, mientras las expectativas de los empresarios aumentaban en junio y continuaban en la zona optimista. Por el lado de la inversión, en junio el crecimiento del volumen de importaciones de bienes de capital siguió en niveles elevados. No obstante, los datos de ventas de viviendas de mayo tuvieron un débil desempeño, cayendo casi 14% anual en el Gran Santiago. Con ello, indica el señor Magendzo, el número de meses necesarios para agotar el stock aumentó de 14,9 a 16.

Asimismo, comenta el señor Gerente de Análisis Macroeconómico que la Dirección de Presupuestos actualizó sus proyecciones respecto del presupuesto fiscal y sus principales parámetros para este año. Agrega que a grandes rasgos, el superávit estimado para el año 2007 aumentó desde 4,4% a 7,1% del PIB, con una mayor recaudación tributaria y de ingresos de cobre bruto; además el crecimiento real del gasto llegaría a 9% anual respecto del gasto efectivo del año 2006, marginalmente superior al incremento del gasto incluido en el presupuesto: 8,9%. Destaca, por otro lado, la recuperación que mostró el crecimiento anual de



BANCO CENTRAL DE CHILE

los ingresos tributarios distintos de cobre en la información fiscal de mayo, acorde con el dinamismo de la actividad económica.

Hace presente el señor Gerente de Análisis Macroeconómico que en lo relacionado con comercio exterior, durante el segundo trimestre el volumen de las exportaciones de bienes habría crecido cerca de 13% anual, principalmente, por el incremento de los envíos mineros. El volumen de las exportaciones industriales aumentó cerca de 6% anual en el trimestre, afectado por el bajo dinamismo de los envíos industriales ligados a productos básicos, en particular la harina de pescado, el salmón y el metanol.

Por el lado del origen del PIB, señala el señor Magendzo que en mayo destacó el afianzamiento del mayor crecimiento de la actividad minera, la incidencia negativa de la generación eléctrica, que obedecía a su menor valor agregado, por la escasez del recurso hídrico que ha debido ser reemplazado con combustible, y una cierta moderación del alto dinamismo que ha mostrado el comercio. No obstante, en este último sector, aunque con alguna incertidumbre respecto de la evolución del componente mayorista, los datos son coherentes con la evolución del consumo. Así, en mayo el Imacec aumentó 4,8% anual, 5,5% considerando la existencia de un día hábil menos, valor por debajo de lo esperado por la mayoría del mercado, pero que sigue en línea con el dinamismo que ha mostrado la actividad en los últimos meses. En todo caso, en mayo comenzó a observarse el impacto directo de las restricciones de gas natural sobre la actividad, en particular, por el mencionado desempeño de EGA y el efecto negativo en la producción de metanol.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señala que los datos de actividad y demanda interna del último mes se enmarcaban dentro del escenario de mayor dinamismo que se delineó el mes pasado, reafirmando que el crecimiento del PIB y del gasto en el segundo trimestre serán mayores que lo previsto en el *IPoM* de mayo. Ello, además, conlleva un cierre de brechas de capacidad más rápido que el previsto.

Agrega el señor Magendzo que los datos del mercado laboral del mes de mayo siguieron mostrando un significativo crecimiento anual del empleo y un descenso de la tasa de desempleo nacional. En el primer caso, la variación anual del empleo total se mantuvo sobre 3%, con un empleo asalariado que siguió creciendo a tasas algo inferiores a 5% anual y un empleo por cuenta propia que comienza a recuperarse al presentar una tasa de crecimiento positiva de 1%, tras cerca de un año y medio de variaciones negativas. La tasa de desempleo nacional, eliminada estacionalidad, disminuyó a 6,4%, -0,4 punto porcentual respecto del mes previo, con lo que acumuló una disminución del orden de 0,7 punto porcentual en los últimos tres meses.

Indica el señor Gerente que más allá de nivel que alcanzó la tasa de desempleo, la información más reciente continúa apuntando a costos laborales contenidos. Agrega que el incremento anual del Costo de la Mano de Obra descendió por segundo mes consecutivo, 4,7%, -0,2 punto porcentual respecto del mes anterior, al mismo tiempo que su velocidad de expansión también disminuyó. El crecimiento anual del Índice de Remuneraciones continúa por encima del observado para el Costo de la Mano de Obra, manteniéndose en 6,6% anual. Señala que el incremento nominal anual del indicador de remuneraciones de la Asociación Chilena de Seguridad tuvo una caída relevante en el mes de mayo, pasando de una tasa promedio de 5,7% en el primer cuatrimestre del año 2007 a una de 3,1% en el mencionado mes. Por su parte, la tasa de variación anual de las diferentes medidas de Costos Laborales Unitarios mostró una caída generalizada, aunque sus velocidades de expansión continúan aumentando.

ev 4p





## BANCO CENTRAL DE CHILE

Menciona también el Gerente señor Magendzo que en el mes de junio la inflación IPC resultó sorpresivamente alta, aumentando 0,9%, 3,2% anual. Agrega que nuevamente destacó el incremento en el precio de algunos alimentos, en particular, de los productos lácteos al que se sumó el incremento en el precio de verduras frescas. El IPCX e IPCX1, en tanto, aumentaron 0,5% en el mes, 3,2 y 3,5% anual, respectivamente. La velocidad de expansión del IPCX1 volvió a aumentar, llegando a 4,3% en el trimestre móvil abril-junio. Los indicadores de inflación subyacente, que tienen relación con el nivel de la inflación, siguieron ubicándose sobre 3% anual, aunque sin un incremento adicional en términos de variaciones anuales.

Señala el señor Magendzo que el incremento que habían mostrado los precios de algunos alimentos en el exterior en el curso del año 2007, en particular los relacionados con granos, especialmente maíz, trigo y la leche, produjeron un efecto notorio en la inflación interna, lo que se hizo particularmente visible en la variación anual de IPC e IPCX1 acumulada al mes de junio. De hecho, de excluir el precio de los alimentos de esta última medida de IPC, 52% de la canasta total de IPC, su tasa de variación anual se ubicaba en 2,3% en el mes de junio, valor similar al promedio del primer semestre del año 2007 e incluso algo menor que el del año 2006. Hace presente el señor Gerente de Análisis Macroeconómico, que el aumento de los precios de los granos y la leche responde esencialmente a factores de oferta ligados a la evolución de sus precios internacionales, y, por ahora, se estima reflejan un cambio permanente en su nivel, más que un proceso inflacionario. No obstante, se deben tener en consideración los efectos de segunda ronda que este tipo de precios pueden generar, en particular en los salarios, debido a su propia naturaleza de alimentos básicos, y en las expectativas de inflación. En este último caso, como ya se indicó, la inflación en el corto plazo ha aumentado de modo importante, no obstante a mediano y largo plazo continúa en torno a 3% anual. Por otro lado, menciona el señor Gerente que los indicadores de expectativas de inflación levantados en encuestas a consumidores y empresarios dan cuenta de una percepción de mayor inflación, aunque no es posible concluir que ello refleje un desanclaje de expectativas. En consecuencia, indica que por ahora el escenario de inflación de corto plazo se proyecta sustantivamente mayor que el considerado en el *IPoM* del mes de mayo, debido al inusual incremento de los precios de los alimentos, concretándose otro de los riesgos previstos en esa oportunidad. A lo anterior, se suma la revisión al alza en el precio del petróleo y sus derivados dada la información acumulada en los dos últimos meses.

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

En cuanto a la información sobre demanda, el Consejero señor Desormeaux consulta la razón por la cual se utilizan datos basados en importaciones y luego datos de pago de IVA.

Sobre el particular, el Gerente señor Magendzo señala que los datos del Instituto Nacional de Estadísticas resultan similares a los de importaciones.

El Consejero señor Manuel Marfán, también con respecto a demanda, menciona que si el problema es el efecto del Impuesto al lujo, entonces lo que está midiendo el IVA es el gasto real en automóviles que es lo que interesa para estos fines. En cambio, las importaciones constituirían cambios en las cantidades de vehículos a precios constantes. Agrega que generalmente se presenta un problema cuando cambian los impuestos de Cuentas Nacionales porque se consideran los impuestos del año base. En consecuencia se producen problemas con los acuerdos comerciales y una serie de materias que tenían efectos de aranceles sobre la valorización de importaciones que no se veía forma de corregir.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Presidente señor Vittorio Corbo señala que le parece que habría que revisar esa situación, porque podrían existir dos fuerzas en esa dirección. Una de ellas podría ser que bajó el Impuesto al Lujo y la otra, los efectos de los acuerdos comerciales.

El Consejero señor Jorge Desormeaux señala que en la exposición que realizó el señor Magendzo indicó que los créditos para la vivienda se habían acelerado, por lo que puede existir un problema de desfase.

El Consejero señor Enrique Marshall en relación al stock de viviendas, señala que observó las cifras del número de operaciones del crédito hipotecario del sector bancario y éstas aparecen diferentes.

El Gerente de Análisis Macroeconómico menciona que efectivamente existe un retroceso en velocidad, pero sí podría tratarse de una situación de un mes particular, y bien puede ser que el mes siguiente se revierta.

En relación a las cifras de desempleo, el Consejero señor Manuel Marfán indica que desconoce si la Ley de Subcontratación pudiera estar afectando el empleo. Señala que tal vez no sería respecto del empleo total, pero la composición debería empujar hacia una mayor normalización del mercado del trabajo. Agrega, que lo mismo puede estar sucediendo en salarios, porque si se está formalizando la situación de aquellos trabajadores que recibían salarios más bajos, probablemente se está considerando una mayor proporción de asalariados de este nivel, lo cual no necesariamente significa que se están reduciendo los costos laborales, y a lo mejor están aumentando, porque ahora cuentan con leyes sociales que antes no tenían.

El Vicepresidente señor José De Gregorio señala que lo que le interesa saber es si el favorable panorama económico que se ha visto en el último trimestre podría ser atenuado por los problemas energéticos. Agrega que en la discusión de la Reunión de Política Monetaria pasada se trató el tema energético y le interesaría conocer una percepción más clara de cuánto puede significar en nuestra capacidad productiva. Comenta que esta pregunta es la que hay que resolver para la evaluación macro de este año.

El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés menciona que no tiene una buena respuesta a dicho comentario, pero siendo realista no se tendrá una buena respuesta porque a raíz del *shock* energético del año pasado, aunque algo mayor que el de este año, se hizo una búsqueda acuciosa y un gran esfuerzo en más de un *IPoM*, para tratar de cuantificar este fenómeno y no se concluyeron números muy elevados. Agrega que de hecho el Banco Central de Chile mencionó en su comunicado público que podría explicar una cifra aproximada, pero no fue una buena explicación y como el *shock* de hoy día no es mayor al que se presentó el año pasado, estima que no se llegará a cálculos tan pesimistas, observando los datos existentes en la economía.

El Vicepresidente señor José De Gregorio consulta respecto de la novedad que se observa entre los meses junio y julio de un Imacec algo menor de lo esperado.

24



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Magendzo señala que una parte de lo sucedido con el Imacec tiene que ver con el tema de los automóviles que está corrigiendo el consumo privado de 8,1% a 7,7% para el segundo trimestre, y de 7,8% a 7,3% para el tercero. Agrega que desde el momento que está cambiando la medición observando los datos de automóviles, en vez de estar creciendo al 15% o al 12%, lo está haciendo al 5%, lo que rebaja toda la proyección para este año.

El Consejero señor Jorge Desormeaux menciona que desea realizar un comentario sobre las velocidades, porque la actividad estimada del segundo trimestre equivale a una velocidad de 6% anual, y se proyecta a una velocidad de 2,4%, aproximadamente, para el tercero. Agrega que aunque en parte este fenómeno obviamente obedece al problema energético, se trata de una desaceleración fuerte y que le gustaría recibir algún comentario sobre el fundamento de esta proyección.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Magendzo señala que no tiene certeza sobre qué habría detrás de este fenómeno, en el sentido que tendría que observar qué es lo que está sucediendo con los otros sectores de oferta, como minería en particular. Indica que supone que minería estaría en una velocidad bastante baja debido a que se adelantó la entrada en funcionamiento de minas, que se esperaba que lo hicieran en forma paulatina. Lo anterior, podría haber producido un efecto importante en la velocidad del segundo trimestre, que se atenúa hacia el tercero. Agrega que comercio también tuvo una velocidad en el segundo trimestre que no se espera que se repita en el tercero.

En cuanto al mismo tema del riesgo energético, el Gerente de División Operaciones Financieras señor Esteban Jadresic señala que si bien en el análisis duro, el efecto es el indicado, el efecto directo es más suave, y puede ser difícil de precisar, cree que puede deberse a expectativas de consumidores, de empresas, efectos sobre precios, impacto en las políticas, todo lo cual sumado presenta un escenario extremo, más bien incierto.

En relación al precio del trigo y de la leche, el Consejero señor Manuel Marfán señala que en el gráfico expuesto habría que presentarlo en escalas que sean comparables, ya que el precio de la leche aparece en una escala 330-690 y en el otro en una 8 veces mayor, lo que dificulta visualmente la observación del gráfico, en que la curva sería mayor a la que se percibe.

Sobre el particular, el Gerente de Análisis Macroeconómico agradece la consulta del Consejero señor Manuel Marfán y señala que la correlación que se ha encontrado es que la transformación de la leche en polvo en los mercados internacionales, una vez que se convierte a pesos por litro, por el tipo de cambio promedio y por un factor de conversión que entrega ODEPA, se obtiene que serían necesarios 8,4 litros de leche para un kilo de leche en polvo entera, lo que da como resultado que la leche líquida en Chile tenga un precio de \$230 aproximadamente, en promedio mayor que la leche en polvo en los referidos mercados internacionales. Agrega que los costos de transporte son muy pequeños comparados con el valor del kilo de leche y que una vez exportado este producto, el proceso finaliza, en cambio para poner la leche líquida en la casa de una persona que es lo que se está midiendo en el IPC conlleva costos de comercialización, de procesamiento y otros que resultan mayores.

RL 4p



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Gerente de Estudios señor Rodrigo Valdés señala que a continuación se presenta un anexo sobre implicancias y *shocks* recientes en proyecciones de mediano plazo. Agrega el señor Valdés que este ejercicio supone que se sube la tasa en 50 puntos base, en promedio, el segundo trimestre. Es decir, como si nos hubiéramos anticipado que en mayo se producirían *shocks* y nos convencimos que había que subir la tasa rápidamente y ya estaríamos en junio con una Tasa de Política Monetaria de 5,5%.

El Consejero señor Manuel Marfán comenta que en realidad fue él quien solicitó a la Gerencia de División Estudios que se realizara este ejercicio de simulación y señala que después de un análisis, se arrepiente de ello, por cuanto su experiencia le dice que creerle demasiado a modelos nerviosos, normalmente se observa que la realidad posterior no es replicado por el modelo, en el sentido que cree que las proyecciones que normalmente se observan no han sido buenas en los *IPoM* anteriores, de lo cual también se declara parte de ellas porque en su oportunidad votó por aprobar esos *IPoM*, que ya tenían una serie de juicios que tienden a quitarle lo nervioso de esos modelos. En su opinión, cree que este ejercicio resulta muy mecánico, da respuestas extremadamente nerviosas que si se les hiciera caso se tendría un ajuste de inflaciones muy oscilante y volátil. Agrega que tiene la impresión que si bien este modelo puede tener una lógica matemática, no tiene mucha lógica económica en sus resultados.

El Gerente de División Política Financiera señor Pablo García señala que el nerviosismo que mencionaba el Consejero señor Manuel Marfán le parece muy cierto, sobre todo en el caso de los *shocks* de oferta, porque la reducción de tasas que se observa en el modelo para el 2009 es condicional a que efectivamente en ese momento, 2 años más, la regla mida los *shocks* de oferta, por lo cual lo ponderaría bastante poco.

El Vicepresidente señor José De Gregorio comenta que le gusta el ejercicio porque los resultados son muy satisfactorios, pero ayuda a pensar en cómo mejorar las proyecciones y las implicancias de política monetaria. Agrega que le gustaría más un modelo con preferencias y con reglas, pero no se podría construir.

El Gerente señor Rodrigo Valdés señala que de la presentación de este modelo surgieron varias materias. Agrega, que el tema no es menor respecto del horizonte, que tiene una doble complicación, que por un lado, uno es un horizonte de política y por otro, es un horizonte relevante de inflación para tasas reales y, en este caso, están algo mezcladas y lamentablemente para el segundo tema no habría respuesta y no conoce una buena solución para determinar a qué corresponde.

El Presidente señor Vittorio Corbo señala que quiere felicitar la capacidad de respuesta del staff quienes prepararon esta simulación, porque estas preguntas surgieron hace una semana y se tenía la preocupación de que al no contar con un modelo, no se tendría una información de cuál es la situación que habría sucedido con las proyecciones.

El Presidente, señor Vittorio Corbo, suspende la Sesión a las 13.45 horas e informa que la misma se reanudará a las 16:00 horas.

PLG



**BANCO CENTRAL DE CHILE**

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 110.

El Gerente de División Operaciones Financieras don Esteban Jadresic, solicita la palabra al señor Presidente e indica que hay un hecho relevante que no se trató en la reunión de la mañana, y quiere exponerlo antes que el Gerente de Estudios señor Rodrigo Valdés efectúe su presentación sobre las Opciones de Política Monetaria. Señala el señor Gerente de Operaciones Financieras que este tema se refiere a las proyecciones de Tasa de Política Monetaria implícitas o proyectadas a partir de los datos de mercado, o de quienes participan en éste. Manifiesta el señor Jadresic que el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Igal Magendzo comentó que los datos apuntan a 3%; las proyecciones son de tres alzas este año, con un total de 75 puntos base, de 25 puntos base cada una, y se puede ir más allá si se tienen las tasas *swaps* que es un punto importante de referencia hacia junio del próximo año y allí se indica que habrían otras dos alzas adicionales de 25 puntos base, y en total 125 puntos base.

El señor Gerente de División Operaciones Financieras señala que las proyecciones que se pueden desarrollar, en general dependen de las fuentes que se toman, y esto se obtiene de los operadores de mercado, los operadores de mesa, que básicamente se refiere al Gerente de Finanzas y operadores mandatados por el Subgerente de Finanzas. Agrega que si se miran esas expectativas también muestran un aumento en las tasas, pero de una intensidad y una velocidad menor, básicamente de dos aumentos de tasas este año y una más el próximo, más bien a mediados de ese año.

Aclara el Gerente de División Operaciones Financieras que las encuestas se hacen a quienes están haciendo la peor parte de las transacciones que se usan en el mercado de renta fija. Entonces, son los mismos agentes los que están detrás y conocen cuál es el proceso de toma de decisión detrás de los papeles que se transan. Agrega que el punto que le parece aún más importante en este tema, es que lo que se deduce de los precios es una diferencia que es una aproximación más bien del valor promedio esperado de las Tasas de Política Monetaria hacia futuro, y no del escenario probablemente más necesario de la Tasa de Política Monetaria. En consecuencia, señala que existen momentos en que se presenta una mayor incertidumbre o momentos en los cuales los riesgos son de tasas más altas, por encima de lo que sería la moda. Manifiesta, que respecto a tasas más bajas se tiende a sesgar hacia arriba las Tasas de Política Monetaria proyectadas a partir de los precios. Las dos tienen sentido, pero muestran cosas distintas. Una, muestra toda la distribución de tasas que le saca el promedio y la otra, muestra la moda. Agrega, que si se hace la comparación y se retrocede dos meses en las encuestas de operadores de mesa, resulta que todas las proyecciones para fines de año eran de tasas entre 5% y 5,25%, y hoy día las proyecciones para fines de año van de 5,25% a 6%.

En síntesis, el señor Jadresic señala que los datos del mercado sugieren que ciertamente las posibilidades de tener tres aumentos este año para elevar las tasas y dos más el próximo año son perfectamente posibles y estima que podrían ser todavía más. Sin embargo, al observar el escenario más probable es más bien coherente con dos aumentos de tasa este año y un aumento el próximo.

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



## BANCO CENTRAL DE CHILE

El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés informa que en la Reunión de Política Monetaria de junio, el Consejo acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 5% anual, luego de igual decisión en cada una de las reuniones desde febrero pasado. En dicha reunión se consideró que la información disponible sobre actividad daba cuenta de un mayor dinamismo, por encima de proyecciones previas; que había un repunte de la inflación subyacente IPCX1, afectada especialmente por alzas de los alimentos y algunos productos del rubro salud; y que las medidas alternativas de la tendencia inflacionaria habían aumentado. Agrega que se entregó un sesgo explícito al comunicarse que, de consolidarse una perspectiva de inflación más alta que la considerada en el último *Informe de Política Monetaria*, sería necesario reducir el impulso monetario.

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

- En el lado externo, las mayores noticias estuvieron en el lado del precio de las materias primas. El cobre aumentó 9%, comparando los tres días previos a la Reunión de Política Monetaria y el reporte de antecedentes, y se ubica cerca de US\$ 3,65 por libra, mientras el petróleo WTI subió 8% y se ubica sobre US\$ 72 por barril, ambos muy por encima del escenario del *IPoM* de mayo. Agrega que los precios del trigo, de la leche en polvo y de la celulosa han seguido aumentando.
- Señala el Gerente de División Estudios que en los mercados financieros internacionales se ha tendido a diluir la posibilidad de un alza de la tasa de fondos federales por datos más bien mixtos del lado real, menor inflación subyacente y preocupación por el sector inmobiliario. Indica que ello se contrapone con la continuidad de expectativas de alza en Europa.
- En el mercado financiero interno, el cambio más notorio fue la reacción al alza de las tasas de interés nominales más relacionadas con la tasa de política monetaria, reflejo de un empujamiento de la trayectoria esperada para la tasa de política monetaria en el corto plazo. Señala el señor Gerente de División Estudios que los precios financieros incluyen ahora expectativas de cinco alzas de la tasa de política monetaria en los próximos doce meses, tres de ellas relativamente pronto, en esta reunión y en los próximos dos meses. Manifiesta el señor Valdés que lo indicado contrasta con dos alzas en un año esperadas en mayo y dos alzas este año esperadas el mes pasado. Las tasas de interés de mediano plazo, dos y cinco años, tuvieron un ajuste al alza, manteniéndose la de diez años. La tasa en UF de mediano plazo tuvo un ajuste a la baja.
- Indica el Gerente de División Estudios que por el lado de los agregados crediticios y las tasas cobradas por el sistema, no hay grandes noticias, manteniéndose las condiciones financieras favorables. El peso se apreció durante el último mes en casi 1,5%, llegando a \$ 519 por dólar. En términos multilaterales, la apreciación es algo superior a 0,5%. El tipo de cambio real se ubica en la actualidad cerca de 95.
- La actividad mantuvo en el segundo trimestre una tasa de crecimiento por sobre su tendencia, por encima de lo proyectado en el *IPoM*, aunque esta diferencia se ha atenuado marginalmente. En mayo, el Imacec creció 5,5% en doce meses, controlando por efecto calendario. Señala el Gerente de División Estudios que las proyecciones del tercer trimestre se ajustan algo a la baja respecto del mes de junio, principalmente por una fuerte revisión en electricidad, gas y agua y una reevaluación del dinamismo del sector comercio.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

- En el mercado laboral se corrobora una alta creación de empleo y sorprende la disminución adicional del desempleo.
- La inflación de junio fue bastante mayor que la proyectada, fundamentalmente por aumentos inesperados de los precios de alimentos lácteos y verduras frescas. Indica el señor Gerente de División Estudios que los *shocks* de precios de alimentos y el elevado precio de los combustibles implican que el panorama de inflación de corto plazo se ubica muy por encima del proyectado en el escenario base del *IPoM*.
- Los indicadores de expectativas de inflación de corto plazo han aumentado, reflejando este escenario. Las de largo plazo se ubican cerca de 3%. Algunos indicadores de plazos intermedios, por ejemplo, las compensaciones de 1 en 1 y de 3 en 2, se ubican algo sobre 3%.
- Más allá de la discrepancia entre el Costo de la Mano de Obra Total y el Índice de Remuneraciones por Hora, el panorama relativamente benigno por el lado de los costos salariales ha continuado. El indicador de la Asociación Chilena de Seguridad tuvo una notoria moderación en su variación anual.

Menciona el Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, que dados los antecedentes disponibles se analizan más adelante no modificar las alternativas de mantener, aumentar en 25 puntos base o aumentar en 50 puntos base la Tasa de Política Monetaria, concluyéndose que las alternativas distintas a un aumento de 25 puntos base tienen menos justificación e incluso algunos inconvenientes.

El Gerente de División Estudios señala que respecto de la situación que se enfrentaba en el *IPoM*, hay importantes novedades que modifican la estrategia de política monetaria. Por lo tanto, antes de discutir el mérito de las alternativas, cabe analizar las implicancias de política de las novedades. Menciona que primero hay un cierre más rápido que lo proyectado de holguras de capacidad, lo que de por sí debería llevar a una normalización más rápida de la Tasa de Política Monetaria que la contemplada entonces. En particular, si se considera que la brecha del PIB se acerca a cero, que la tasa de desempleo es baja, al menos no mayor que estimaciones de la NAIRU, y que las distintas medidas de inflación de tendencia la ubican en 3% o algo más, agrega que es difícil justificar que la Tasa de Política Monetaria no se ubique ya en su nivel neutral, cualquiera sea éste. Señala el señor Valdés que cuán rápido llevarla a neutral es una pregunta de implementación, y depende de la evaluación de si esta situación de menores brechas persistirá. Indica el señor Gerente de División Estudios, que cabe recordar que las distintas estimaciones de Tasa de Política Monetaria neutral la ubican por encima de 6%.

Menciona el Gerente de División Estudios que en segundo lugar la economía ha sufrido algunos *shocks* de precios identificados y de magnitud inusual, que modifican sustancialmente la perspectiva de inflación de corto plazo. Agrega, que en principio si fueran por una vez o se revirtieran, podría argumentarse que no requieren de una adecuación de la estrategia de política, más allá de un efecto por el principio de Taylor. Esto supone que las expectativas de inflación siguen bien ancladas. Como siempre, indica que existe el riesgo de efectos de segunda vuelta que podrían ser más intensos en una economía sin holguras, como es la situación actual. En este cuadro, la estrategia de política podría tener que graduarse de manera de prevenir estos efectos de segunda vuelta.

En tercer lugar el señor Valdés señala que ha habido un aumento importante en las expectativas de inflación a plazos más cortos, junto a un empinamiento de la trayectoria

24



BANCO CENTRAL DE CHILE

esperada para la Tasa de Política Monetaria. Agrega que, considerando el nivel que alcanzan los distintos indicadores de expectativas de inflación, por ahora parece difícil argumentar que se está en presencia de un desanclaje de expectativas. En efecto, ellas se ubican en la actualidad en niveles comparables a los que se han observado en el pasado cuando han aumentado. Sin embargo, detrás de este anclaje, también hay expectativas de alzas de tasas, que de no materializarse podrían arriesgar un desanclaje. De juzgarse que exista efectivamente un desanclaje, podría ser necesario un aumento inmediato y relativamente más intenso de la tasa de política monetaria, incluso mayor al esperado por el mercado.

Respecto de las alternativas para esta reunión en particular, el Gerente de División Estudios señor Valdés indica que el principal argumento que podría motivar una mantención de la tasa de política monetaria se basa en que, hasta ahora, la mayor inflación se explica casi exclusivamente por *shocks* de oferta —la variación del IPCX1 sin alimentos, que representa poco más de la mitad del IPC, se ubica cerca de 2,5%— y al mismo tiempo hay riesgos a la baja para la demanda interna y la actividad, en particular por los efectos que podrían tener los problemas energéticos.

Estas consideraciones, sin embargo, en opinión del Gerente de División Estudios, no dan cuenta del panorama completo de las presiones inflacionarias ni de los riesgos que se enfrentan. En efecto, hay que notar que aún el indicador IPCX1 sin alimentos también ha aumentado desde comienzos de año, y ya se encuentra cerca del promedio de los últimos cinco años. Más aún, como se mencionó, otros indicadores de tendencia se ubican en 3% o algo por sobre esa cifra. Por otra parte, indica el Gerente de División Estudios, aún si se diera un efecto negativo en la actividad por escasez de energía, no es evidente que ello implique mayores holguras, dado que también se reduciría la capacidad productiva potencial. La perspectiva de que las holguras se coparán más rápido que lo contemplado en el escenario base del *IPoM* es algo que ya parece haber sucedido el trimestre pasado. El nivel que alcanza la tasa de desempleo apunta a la misma conclusión. El Gerente de División Estudios hace presente que dado el cuadro de reacomodo de expectativas de inflación y de Tasa de Política Monetaria, y el nivel que alcanzará la inflación en el corto plazo, la mantención involucra un riesgo relevante de desanclaje y la necesidad de hacer en el futuro aumentos más intensos de la Tasa de Política Monetaria.

Señala el Gerente de División Estudios que un alza de 50 puntos base podría justificarse desde algunas perspectivas. Si se estima que las expectativas de inflación de mediano y largo plazo se están desanclando más allá de sus fluctuaciones habituales, podría ser necesaria un alza mayor de 25 puntos base. Lo mismo se aplicaría si se estima que hay un riesgo especialmente elevado respecto de efectos de segunda vuelta del *shock* de precios, y un aumento de 25 puntos base sólo se hiciera cargo de limitar los efectos inflacionarios del cierre más rápido de brechas. Por último, señala el señor Valdés que un alza superior a 25 puntos base no parece incoherente con lo que arroja un ejercicio de actualización parcial del escenario base y puede entenderse como un adelantamiento de un alza probable del mes siguiente.

Sin embargo, comenta el Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés que también hay motivos a favor de que el aumento de la Tasa de Política Monetaria no supere los 25 puntos base. Por un lado, los argumentos anteriores pueden ser discutibles. No hay evidencia obvia de desanclaje de las expectativas de inflación. Aún no se ven efectos de segunda vuelta, al menos por el lado de los salarios, y las proyecciones proveen una guía útil, pero demasiado gruesa, para determinar la decisión más adecuada en una reunión específica. Por otro lado, señala que desde una perspectiva de implementación, un aumento de 50 puntos base, cuando se espera prácticamente por unanimidad un aumento de 25 puntos base, podría leerse como una reacción a perspectivas inflacionarias incluso mayores que las que tiene el mercado, con el consiguiente efecto en las tasas de interés de mercado y el tipo de cambio.





BANCO CENTRAL DE CHILE

Finalmente, señala el Gerente de División Estudios que de decidirse un aumento de 25 puntos base, como se recomienda, cabe analizar las ventajas de mantener el sesgo en el comunicado de la reunión. En principio, no se ven razones para modificar el sesgo incluido en la reunión anterior.

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

El Gerente de Investigación Económica, señor Klaus Schmidt-Hebbel, señala que Chile, al igual que la mayoría de los países del mundo enfrenta hoy con probabilidad una deflación futura, la que por supuesto no es una deflación de ligados de precios sino una caída anticipada y significativa de algunos precios de productos primarios que tendrán efectos temporarios y negativos en la aparición de niveles de agregados de precios en el futuro. Señala el señor Schmidt-Hebbel que entre éstos se encuentran fundamentalmente los derivados del petróleo, que alcanzaron en junio de este año niveles reales de entre 1,6 y 1,8 veces la depresión estándar que se observó en los últimos diez años. Indica también que el trigo, el maíz y la leche, han alcanzado niveles reales que exceden entre 3 deseciones y 7 deseciones estándares observadas en los últimos diez años.

El Gerente de Investigación Económica señor Klaus Schmidt-Hebbel, hace presente que con certeza se sabe que frente a estas magnitudes de alza todo lo que sube anormalmente algún día caerá. El problema es que no se sabe ni cuándo, ni cuánto, ni cómo. Agrega, que la incertidumbre se agudiza al enfrentar algunas alzas adicionales como las proyectadas para la leche en el actual mes de julio y la implicancia de política monetaria de esta situación es que ésta no debe reaccionar mayormente a estos *shocks* pasados, positivos, que implican *shocks* futuros negativos de precio, energía-alimento, a no ser que en primer lugar, se observe un efecto significativo de segunda vuelta, incluso si no se moderan las alzas de los otros componentes del IPC y, en segundo lugar se observen efectos contractivos importantes sobre la brecha de producto, que son poco probables porque el *shock* de energía afecta a ambos componentes de la brecha, producto efectivo y producto potencial y los *shocks* de alimentos no afectan probablemente a ninguno de ellos. Es decir, a ninguno de los dos componentes en una magnitud que sea macroeconómicamente relevante.

Por lo anteriormente expuesto, el Gerente de Investigación Económica estima que la decisión debe enfocarse en evaluar la coherencia entre la posición cíclica de la economía, la Tasa de Política Monetaria actual en relación a la Tasa de Política Monetaria neutral y las expectativas de mercado, que muestran un consenso de que la economía chilena actual se encuentra en una posición de pleno empleo o algún sobreempleo, particularmente si se considera la diferencia entre las tasas actuales de desempleo medidas y la estimaciones nuestras en la NAIRU. Hace presente que más importante aún son las proyecciones futuras de la brecha productiva para los dos siguientes años. La combinación de las actuales proyecciones del Banco Central de Chile, del Ministerio de Hacienda y del mercado apuntan a que la brecha entre producto proyectado efectivo y potencial se incrementará en forma acumulada, entre 1,5 puntos y 2 puntos porcentuales de aquí a 24 meses más. Señala el señor Schmidt-Hebbel que en este horizonte de política se estaría con una brecha en torno a más del 2%, aproximadamente con las consiguientes mayores presiones inflacionarias y salariales.

Menciona el Gerente de Investigación Económica que el siguiente elemento a considerar, es el notable empinamiento de las proyecciones de mercado de la Tasa de Política Monetaria y el significativo aumento de las tentativas de inflación de corto y mediano plazo, pero



## BANCO CENTRAL DE CHILE

aunque han subido a rangos de 3% a 3,5%, la tentativa de corto plazo de encuestas o de mercado y compensaciones a estas expectativas, ciertamente, no se han desanclado. Agrega, que desviaciones absolutas de 0,1-0,2-0,3-0,5%, respecto al 3%, han sido observadas frecuentemente desde el año 2001 después de algún *shock* inesperado de inflación de corto plazo. Sin embargo, destaca que lo importante es que las probabilidades son coherentes, y que incluso se podría decir que son condicionales a una sucesión de alzas de tasas en los siguientes meses proyectadas por el mismo mercado, llevando la Tasa de Política Monetaria a niveles en torno a 6% de ahora a fin de año, comienzos del próximo. Indica que hay un anclamiento de expectativas condicionadas a que se cumplan las posibilidades de alzas de tasas de política, aunque la variable Tasa de Política Monetaria neutral actual es por definición una variable inobservable hoy en día, en 24 meses más o en diez años más se sabrá con certeza que es muy superior al 5% actual y eso es lo que supone nuestro modelo. Comenta, que si dicha tasa fuera de 6,25% la combinación de una brecha proyectada de +2%, a nuestro horizonte de política con las perspectivas de inflación actuales de corto y mediano plazo superiores a 3%, no harían fácil descartar el argumento de que la Tasa de Política Monetaria óptima actual fuese superior a la Tasa de Política Monetaria neutral de 6,25%. Le parece que esto implica que lo óptimo es corregir hoy día el importante atraso monetario actual y que es creciente desde enero hasta la fecha, elevando la Tasa de Política Monetaria en esta oportunidad en 125 puntos base o más; o en 50 puntos base para dar una señal. Hace presente el señor Gerente de Investigación Económica que esta corrección intensa, por los argumentos que entregó el señor Gerente de División Estudios en su informe de opciones, daría una señal negativa al mercado y, por lo tanto, sugiere elevar la Tasa de Política Monetaria a 5,25%, pero sí señalando explícitamente el fuerte sesgo hacia alzas futuras, en el mismo Comunicado.

El Gerente de División Política Financiera, señor Pablo García señala que está de acuerdo con la recomendación que hace la Gerencia de División Estudios, en términos que la decisión que corresponde acoger es la de aumentar la Tasa de Política Monetaria. Agrega el señor García que las noticias no solo despejan de manera significativa los riesgos de una reaceleración atenuada, sino que muestran un dinamismo de cierre de holguras bastante más significativo que el previsto. Por ello, estima que no hay argumentos de peso que justifiquen tomar una decisión de esperar para actuar más adelante, pues no ve qué información adicional sea necesaria para retomar el ritmo de normalización hacia una instancia más neutral.

Agrega el Gerente mencionado, que esto además resulta congruente con la manera como el mercado ha leído nuestras propias comunicaciones y el hecho que existen coincidencias en los escenarios macroeconómicos de mercado, al menos de los próximos trimestres.

Finalmente, el Gerente de División Política Financiera agrega que hay dos aspectos que cree que son relevantes a la hora de descartar un ajuste más agresivo. En primer lugar, se refiere a que el foco hasta ahora ha estado principalmente en el rol de los *shocks* de oferta, y esto tiende a ser bastante noticioso, pero esconde el rol más significativo que a mediano plazo tiene la evolución de las holguras. En segundo lugar, menciona que las expectativas de inflación han tendido a reaccionar a plazos cortos y medianos y no se ve un escenario de desanclaje de expectativas probable. A su juicio, cree que estos dos puntos debiesen ser destacados en la comunicación de la decisión de hoy.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Esteban Jadresic indica que el mes pasado se evaluó mantener o subir la tasa de interés de política en el contexto que se contaba con nuevas presiones inflacionarias por el lado de la oferta, y también una demanda



BANCO CENTRAL DE CHILE

más dinámica que sugería un cierre de brechas más rápido que lo previsto. Agrega el señor Jadresic que se decidió esperar, fundamentalmente para recabar mayores antecedentes que consolidaran dicho diagnóstico con un cierre de brechas más rápido y por ende una inflación más alta posteriormente.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Esteban Jadresic, sobre este mismo tema, se pregunta en qué situación se encuentran. Al respecto, señala que la percepción es que no puede afirmarse que los antecedentes sean totalmente concluyentes, pero estima que éstos indican, claramente, que la brecha pareciera haberse cerrado más rápidamente que lo previsto, no tanto en el sentido de que se tengan nuevos antecedentes que refuercen todavía más una aceleración de este proceso, sino a que no ha habido novedades que reviertan este diagnóstico, el cual se realizó hace un mes. Indica el Gerente de División Operaciones Financieras que durante el mes también hubo sorpresas importantes por el lado de la inflación, lo que ha sido muy destacado en la prensa, particularmente en lo que se refiere al rubro alimentos.

Señala el señor Jadresic que sin embargo, difícilmente puede decirse que esto sea consecuencia de un cierre de brechas, debido a que se continúa sin observar presiones importantes, como por ejemplo en el mercado laboral o índices como se mencionaba en la reunión de esta mañana, de IPCX1 sin alimentos. Agrega el señor Jadresic que en este sentido, concuerda con lo que se ha mencionado en el debate público. En relación a lo anterior, menciona que se ha exagerado la importancia de este elemento, y que el Banco Central de Chile tiene un rol que cumplir en términos de bajarle el perfil a ese diagnóstico y sí poner énfasis en los temas de la brecha y sus consecuencias de inflación a mediano plazo.

En virtud de lo anterior, el Gerente de División Operaciones Financieras señor Esteban Jadresic comparte la recomendación de la Gerencia de División Estudios de aumentar en 25 puntos base la Tasa de Política Monetaria. Sobre el particular agrega, que sí cree que hay que tener cuidado con las señales que se dan respecto a futuras evoluciones de tasas. Hace presente, que en primer lugar, recientemente el Banco Central de Chile ha dado señales cambiantes en el tiempo, respecto a la evolución de las tasas, lo cual si bien no ha implicado una volatilidad de los mercados financieros anormal para los parámetros históricos, a su juicio, sí ha generado algunas discusiones en el mercado, lo que con o sin razón tiene algún efecto perjudicial. En segundo lugar, señala que si bien lo más probable es que los próximos movimientos de tasas de interés serán hacia el alza, tampoco está claro con qué velocidad ni con qué intensidad eso ocurrirá. Habrá que esperar a tener más antecedentes. Sobre el particular, el señor Jadresic estima que sería arriesgado adelantar trayectorias específicas de evolución de las tasas que hagan sugerencias en este sentido.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Esteban Jadresic señala que le parece adecuado transmitir un sesgo similar a lo que se ha mencionado, en el sentido que bastaría con decir que pueden ser necesarios aumentos adicionales en la tasa de interés de política monetaria o algo parecido.

El Gerente de Mercados Financieros Nacionales señor Beltrán De Ramón indica que se suma y concuerda con la recomendación efectuada por los demás miembros del *staff*, en el sentido de subir 25 puntos base la Tasa de Política Monetaria. Señala que dentro de las opciones mencionadas, descarta el mantener dicha tasa y tampoco le parece adecuado aumentar 50 puntos, por los efectos que ello pudiera acarrear. Agrega el señor De Ramón que le parece más relevante reaccionar por el cierre de las brechas, lo que se ha visto en el desempleo y no tanto en los salarios. Agrega que también se ha visto en la actividad. Cree que en estos *shocks* de oferta, como mencionaba el señor Gerente de División Estudios, no se

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

aprecia que se hayan desalineado las expectativas y tampoco se observan efectos de segunda vuelta tan concretos que pudieran hacer reaccionar más allá de 25 puntos base. Sin embargo, señala que de lo que pudo leer en la prensa, algunos analistas no descartan subir en 50 puntos base la tasa de política, en esta ocasión o más adelante. Indica el señor De Ramón que, en general, los agentes de mercado se dan cuenta de que gran parte de este *shock* ha sido de oferta y lo ven como mucho más probable en los 25 puntos base, aunque sean varias alzas seguidas y no aprecian un escape de la inflación por el lado de la demanda, y comenta que eso ha sido bastante generalizado, salvo un par de excepciones y eso se puede recoger, prácticamente, con todos los Analistas consultados. Dado lo anterior, el señor Gerente de Mercados Financieros Nacionales estima que es mejor, en función de ello, mantener el sesgo, tal vez dando algunas señales de posibles alzas futuras, pero por supuesto, dependiendo de la información que se acumule en los próximos meses.

La Ministra de Hacienda Subrogante, señora María Olivia Recart expresa que en el contexto económico en el cual se inserta la decisión del Consejo del Banco Central, la que fue ampliamente discutida esta mañana, se destaca un crecimiento dinámico de la economía y *shocks* de oferta que han afectado y se espera que afecten los registros de inflación en los próximos meses.

La señora Ministra de Hacienda Subrogante, comenta que tal como lo señala la Gerencia de División Estudios en la *Minuta de Política Monetaria*, los últimos antecedentes disponibles permiten considerar tres alternativas distintas, lo anterior producto de que existe aún incertidumbre respecto a cómo se irán desarrollando los *shocks* de oferta que afectan a la economía y de riesgos a la baja en el escenario central de actividad. Asimismo, la señora Recart destaca que pese a que los antecedentes que se presentaron en la mañana muestran un escenario de crecimiento por sobre lo esperado en el *IPoM* de mayo, estas estimaciones de crecimiento han sufrido una alta volatilidad en los meses recientes. Agrega, que por otra parte, la situación energética continúa siendo un riesgo a la baja en la estimación de crecimiento. Adicionalmente, indica que las medidas que excluyen el efecto directo de *shocks* de oferta sobre la inflación, han mostrado una trayectoria muy acotada. Lo anterior es consistente con un cuadro de crecimiento de los salarios y de los costos unitarios acotados.

Comenta la señora Ministra de Hacienda Subrogante que como se ha discutido previamente, el nuevo marco de política ha logrado un alto grado de anclaje de las expectativas de inflación, y es así como en Chile y en otros países con Bancos Centrales altamente creíbles, los *shocks* de oferta han tenido efectos sobre la inflación total significativamente menores al pasado. Agrega que, dado el efecto de incertidumbre sobre la economía de los *shocks* que se han verificado no solo en su persistente duración, sino también en su reacción sobre la economía, hay que ser muy cuidadosos con la transmisión de la decisión de política monetaria.

Finalmente, la señora Ministra de Hacienda Subrogante menciona que más allá del mérito de cada una de las distintas opciones de política, es importante que la decisión adoptada sea transmitida de manera muy clara al público en general, pero particularmente en un ambiente de incertidumbre como el antes descrito, la forma en cómo se comunique dicha decisión será importante y permitirá evitar lecturas que puedan ser erróneas.

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

24



## BANCO CENTRAL DE CHILE

El Consejero señor Enrique Marshall agradece al *staff* el material preparado para esta reunión.

Comenta el señor Consejero que en el frente externo las condiciones no han variado en forma significativa respecto de la última reunión. El crecimiento se muestra vigoroso, con una proyección para este año que se ajusta marginalmente al alza. Los mercados financieros internacionales denotan un mayor grado de preocupación por los efectos del deterioro de los activos hipotecarios en Estados Unidos de América. Con todo, agrega, las condiciones financieras para las economías emergentes siguen siendo, en general, favorables.

Señala el Consejero señor Marshall que en el curso del mes, los precios de los combustibles y del cobre han subido en forma significativa.

En el frente interno, los agregados monetarios y crediticios mantienen tasas de crecimiento elevadas. En el mercado de títulos financieros, los rendimientos en pesos han tendido a subir, si bien en forma menos pronunciada que en el mes anterior. Señala el Consejero señor Marshall que el tipo de cambio se ha apreciado respecto del nivel que tenía en la última reunión.

Agrega el citado Consejero que la demanda crece en forma vigorosa a un ritmo superior al previsto. Destaca la expansión del consumo privado, lo que resulta congruente con la evolución del empleo. De igual forma, sobresale el crecimiento de la inversión y, especialmente, el de las importaciones de bienes de capital.

En materia de actividad, manifiesta el señor Consejero que las cifras dan cuenta de un crecimiento más bien elevado. Después de dos meses con cifras de Imacec superiores al 6%, que indicaban una aceleración de la actividad, mayo mostró un registro ajustado algo más bajo. Señala que lo anterior confirma que la actividad crece por sobre su nivel de tendencia, pero introduce algún grado de incertidumbre sobre el desenvolvimiento del actual ciclo expansivo en los próximos trimestres.

Congruente con la evolución de la actividad, indica el Consejero señor Marshall que el empleo total mantiene un sólido crecimiento y la tasa de desocupación vuelve a disminuir. Sin embargo, el impacto de todo ello sobre los salarios y costos laborales permanece acotado y éstos últimos siguen creciendo a un ritmo moderado. Indica que las últimas cifras muestran una leve desaceleración.

Comenta el Consejero señor Marshall que donde sí se han producido sorpresas importantes es en materia de inflación. Las cifras del mes de junio estuvieron por sobre las esperadas. Con ello, tanto la inflación efectiva como la subyacente se han ubicado por sobre el 3%. En todo caso, indica que es importante tener en cuenta que este cambio en el panorama inflacionario responde principalmente a choques de precios. Como resultado, manifiesta el señor Consejero las proyecciones de corto plazo se han ajustado hacia arriba. Agrega que las expectativas de mercado también se han revisado al alza, especialmente para plazos cortos. No obstante ello, las expectativas para plazos medio y largo permanecen ancladas a la meta. En este contexto, señala que el mercado ha ajustado sus expectativas para la evolución de la Tasa de Política Monetaria en el curso de los próximos trimestres. Indica que para esta reunión se espera casi sin excepciones un alza de 25 puntos base.

24



## BANCO CENTRAL DE CHILE

Con todos estos antecedentes, indica el señor Consejero que es perfectamente posible considerar más de una opción de política para esta reunión. Sin embargo, la que le parece más adecuada es la que contempla un alza de 25 puntos base. Manifiesta que con esta decisión se retomaría el curso de normalización de política monetaria, el que se interrumpió por algunos trimestres en reacción a un cambio en el escenario económico. Todo ello bajo el supuesto de que la Tasa de Política Monetaria se ubica todavía por debajo de su nivel normal.

Agrega el Consejero señor Marshall que el ajuste al alza se justifica principalmente porque el crecimiento de la actividad es superior al previsto y se ubica por sobre el nivel de tendencia, lo que implica que las holguras se están reduciendo rápidamente. A ello se agrega que la trayectoria de la inflación es bastante más alta que la anticipada y se ubicaría algo por sobre el 3%. Si bien ello se explica principalmente por choques de precios, el ajuste resulta prudente para evitar efectos de segunda vuelta y mantener las expectativas ancladas.

En todo caso, manifiesta el Consejero señor Marshall que con la información disponible en estos momentos, la normalización de la Tasa de Política Monetaria debería seguir un curso más bien gradual. Indica que ello permitirá calibrar la intensidad y velocidad del ajuste requerido, en un contexto en el cual existen varias incertidumbres. Señala que se presentan riesgos relacionados con el suministro de energía que podrían tener efectos sobre la actividad y también se debe monitorear el eventual impacto de las alzas de precios en el ingreso disponible de los hogares.

Señala el señor Consejero que se podría argumentar que el mercado ha incorporado en sus expectativas, en forma muy rápida, varias alzas en la Tasa de Política Monetaria y por tanto, podría ser recomendable un ajuste pronunciado en esta ocasión. Sin embargo, señala el Consejero señor Marshall que pondría dos notas de cautela. Primero, el desplazamiento de la curva de rendimientos que puede estar reflejando simultáneamente un aumento en las primas por riesgo y, segundo, las encuestas a los operadores que indican que éstos esperan un número más bajo de ajustes en la Tasa de Política Monetaria que los sugeridos por los precios de los activos.

Comenta el señor Consejero que la opción de mantener la tasa en su actual nivel debe ser descartada, principalmente por el cierre de holguras que se está observando. Pero, además, porque sería incongruente con el diagnóstico comunicado después de la última reunión, lo que podría afectar la credibilidad de la política monetaria.

Hace presente el Consejero señor Marshall que la decisión de un alza de 25 puntos base debe ser complementada con un Comunicado que sugiera un curso de normalización gradual de la Tasa de Política Monetaria para los próximos meses, cuya implementación dependerá, en parte importante, de las noticias que se vayan produciendo en materia de actividad e inflación.

En suma, el Consejero señor Enrique Marshall indica que su voto es por subir la Tasa de Política Monetaria hasta 5,25%.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que, como es habitual, agradece el análisis del *staff*.

Menciona el citado Consejero, que el escenario externo muestra pocos cambios en lo financiero respecto de lo que sucedía hace solo un mes. La fuerte alza de las tasas de interés de largo plazo que se observara en la Reunión de Política Monetaria anterior, no ha continuado y su nivel actual es similar al de hace un mes.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

Respecto de las tasas cortas, indica el Consejero señor Marfán que éstas han vuelto a reflejar una expectativa de estabilidad de la Tasa de Política Monetaria de los Estados Unidos de América en el horizonte cercano, a diferencia de lo que se apreciaba el mes pasado. Cierta evidencia de *fly to quality* en las primas de riesgo no ha afectado el riesgo chileno, sino solo 5 puntos base, y las tasas de interés externas relevantes para arbitrar desde Chile no han variado de manera concomitante. Agrega que los precios internacionales de los *commodities*, especialmente cobre, petróleo, leche en polvo y granos, han continuado aumentando, alejándose aún más del escenario base del *IPoM* de mayo.

En lo interno, comenta el Consejero señor Marfán que lo más llamativo es, sin duda, la sorpresa inflacionaria de junio, que se suma a la de los meses previos y sus consecuencias sobre las expectativas de tasas de política monetaria en el horizonte cercano. En este plano, las causas inmediatas del último registro se vinculan a los alimentos y combustibles, pero se pregunta cuánto de esto es reflejo de los precios internacionales y cuánto es idiosincrásico nuestro. La incidencia del ítem salud que afectara el IPC de mayo se revirtió en junio y no hay elementos que den certezas respecto de su evolución futura.

Indica que la aceleración del producto interno bruto y de la demanda interna, por sobre el escenario base a que se hiciera referencia en la Reunión de Política Monetaria anterior, no parece permanente, lo que afectaría el nivel del PIB y de la brecha, pero no la velocidad en lo que resta del año.

Manifiesta el Consejero señor Marfán que un puzzle que sigue sin resolverse se da en el mercado del trabajo, donde la tasa de desempleo sigue reduciéndose, mientras los costos laborales permanecen inmunes a ese efecto. Indica que tanto el empleo como la tasa de desempleo parecen más elevados que lo contemplado en el escenario del *IPoM*, mientras los costos laborales unitarios parecen menores. Agrega que este puzzle arroja dudas sobre nuestros supuestos, acerca de la magnitud del vínculo entre brecha del PIB y brecha de desempleo respecto de la inflación. Manifiesta que saca tres conclusiones de todo lo anterior. En primer lugar, casi la totalidad de la mayor inflación se explica por *shocks* de oferta y no hay evidencia concluyente de que también existan componentes de demanda o de gasto agregado en la mayor inflación observada hasta ahora. En segundo lugar, parece conveniente abandonar el escenario base del *IPoM* de mayo, sin que por ahora se tenga un escenario de mediano plazo alternativo. Indica el señor Consejero que el ejercicio que se presentó en la mañana es incompleto, como se sabía, y las oscilaciones que presentan sus resultados no resultan plausibles para ser consideradas en nuestra decisión de hoy. En tercer lugar, solo el escenario base que se construya para el *IPoM* de septiembre permitirá ordenar el impacto del conjunto de *shocks* de oferta y de puzzle sin resolver que se enfrenta.

Manifiesta el Consejero señor Marfán que como conclusión de todo lo anterior, los elementos de juicio y de sentido común que siempre deben estar presente en nuestras decisiones, en esta oportunidad deberán tener un peso aún mayor al habitual. Indica que los operadores esperan, de manera casi unánime, un aumento de 25 puntos base en la Tasa de Política Monetaria para esta reunión. Las expectativas de inflación de mediano plazo se elevaron marginalmente después que se diera a conocer la inflación de junio. Comenta que las cifras diarias, de por sí más volátiles que los promedios semanales, muestran una *forward* para la inflación uno en uno que retorna a sus niveles habituales, es decir, no hay evidencia de un desanclaje de expectativas.

Le parece al Consejero señor Marfán que tomar una decisión distinta a la que espera el mercado, podría ser interpretado como que el Banco Central de Chile cuenta con información adicional, lo que no es efectivo. Por lo mismo, una decisión distinta solo agregaría

4



## BANCO CENTRAL DE CHILE

una sorpresa extra, la que no podría interpretarse hasta que se haga pública la Minuta. Por estas consideraciones, el Consejero señor Manuel Marfán manifiesta que su voto es por elevar la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base.

El Consejero señor Jorge Desormeaux señala que también quiere agradecer el muy completo análisis del *staff* de la Gerencia de División Estudios en la preparación de los antecedentes para esta Reunión de Política Monetaria.

Menciona el señor Consejero que en la pasada Reunión de Política Monetaria de junio, el Consejo optó por mantener inalterada la Tasa de Política Monetaria, introduciendo un sesgo al alza, pese a que la economía mostraba ya un dinamismo superior al proyectado y las diferentes medidas de inflación mostraban un repunte. Indica que esta decisión se basó esencialmente en la necesidad de acumular mayores antecedentes acerca de la persistencia de estos desarrollos. Señala que los desarrollos de los últimos treinta días han tendido a consolidar estas tendencias.

En el plano externo, indica el señor Desormeaux, que los precios de los combustibles y de los alimentos han seguido aumentando y se prevé además que la normalización va a ser más gradual de lo que se estimaba previamente.

Manifiesta que en el plano interno, la actividad ha mostrado un crecimiento superior al proyectado, lo que ha dado lugar a un cierre más rápido de las holguras de capacidad que el previsto en el *IPoM* de mayo pasado. El fuerte crecimiento del empleo y la reducción de las tasas de desempleo prevalecientes confirman este diagnóstico. Indica que se prevé que este cuadro se mantendrá en lo que resta del año, pese al impacto adverso que tendrá o podría tener el alza en el precio de los combustibles sobre el ingreso disponible del sector privado. Junto a esta aceleración en el crecimiento del PIB, la economía ha sido sometida a un significativo *shock* sobre los precios de los alimentos y los combustibles, lo que ha afectado todas las mediciones de inflación, así como las expectativas de inflación de corto plazo. Sin embargo, señala el Consejero Desormeaux las expectativas de inflación de más largo plazo siguen ancladas en 3%, lo que sugiere que el mercado considera los efectos de estos *shocks* como esencialmente transitorios. Señala que un elemento positivo en este cuadro es que los costos laborales se mantienen creciendo dentro de rangos acotados, lo que configura un cuadro favorable para la acción del Banco Central de Chile.

Comenta el señor Consejero que los mercados financieros han reaccionado frente a este panorama de menores holguras y mayor inflación de corto plazo, elevando las tasas de interés de los instrumentos nominales, de lo cual se deduce una trayectoria más empinada para la Tasa de Política Monetaria futura esperada.

Agrega que como señala el informe de la Gerencia de División Estudios, el mercado proyecta tres alzas de 25 puntos base en lo que resta de este año, y otras dos alzas en el primer semestre del año 2008. Frente a este panorama y considerando que la tasa de política monetaria se encuentra hoy lejos de la neutralidad, cree que las opciones a considerar en la reunión de hoy son un aumento de 25 puntos base o de 50 puntos base.

Comenta el señor Consejero que descarta la opción de mantener inalterada la Tasa de Política Monetaria en 5%, porque ello en primer lugar, como señalaba el Consejero señor Enrique Marshall, no sería coherente con el mensaje que se entregó en la Reunión de Política Monetaria de junio y arriesgaría un desanclaje de expectativas. Manifiesta que coincide con el diagnóstico de la Gerencia de División Estudios en el sentido de que la opción más apropiada es la de aumentar la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base. En primer





## BANCO CENTRAL DE CHILE

lugar, porque el grueso de la mayor inflación que se está experimentando se explica por *shocks* de oferta. En segundo lugar, porque las expectativas de inflación de mediano y largo plazo siguen ancladas en torno al 3%, lo que es condicional a que las tasas de política monetaria se incrementen alrededor de 125 puntos base en los próximos doce meses. En tercer lugar, es coherente con el ejercicio de actualización parcial del escenario base que se realizó para esta reunión, y que se hace cargo del cierre de holguras que está experimentando la economía. Y por último, coincide con las expectativas del mercado, que espera en forma unánime un alza de esta magnitud. Finalmente, agrega el señor Consejero que un incremento de 50 puntos base podría mal entenderse, en el sentido de reflejar una visión más negativa de la que tiene el propio mercado sobre las perspectivas inflacionarias o un riesgo manifiesto de desanclaje de expectativas.

El Consejero señor Desormeaux vota en consecuencia, por un alza de la tasa de política monetaria de 25 puntos base y estima conveniente agregar la mantención del sesgo al alza que se introdujo en la reunión pasada.

El Vicepresidente señor José De Gregorio, señala que tal como se ha venido confirmando hace algunos meses, los registros de inflación han estado por encima de lo anticipado. Asimismo, el crecimiento de la actividad ha mostrado también un mayor dinamismo del esperado, aunque con un dato puntual del último mes algo menor a la tendencia que se observó en los meses previos.

Señala el señor Vicepresidente que las cifras de inflación han estado fuertemente influidas por alimentos y combustibles, pero distintas medidas de inflación subyacente han mostrado también aumentos mayores a lo esperado.

Respecto de enero, indica que la inflación anual en junio del IPC e IPCX1 ha sorprendido con nuevamente 1,5 puntos porcentuales. Señala el señor Vicepresidente que las noticias han sido significativas y la variación de las medidas subyacentes también indicaría ciertas mayores presiones inflacionarias. Agrega que es posible argumentar que la mayor inflación subyacente sea producto de una evolución de la actividad más dinámica de la anticipada. Sin embargo, a su juicio, este mayor dinamismo tendrá repercusión en nuestra producción en los trimestres venideros, más que en los datos más recientes, por los rezagos normales entre actividad e inflación.

Expresa el señor Vicepresidente que las noticias inflacionarias efectivamente se concentran en algunos productos específicos. Si se descuenta el IPC de todos los alimentos, combustibles y servicios indexados no combustibles, se llega a que la inflación anual a julio de este subconjunto que representa algo menos de dos tercios del IPC, es de solo 1,7%, cayendo del 2,8% registrado en promedio en el segundo semestre del año pasado. Lo anterior significa que mirando este índice de inflación subyacente se puede prever que no hay presión inflacionaria, sobre todo, cuando esta medida descuenta componentes bastante estándar en las mediciones internacionales de inflación subyacente. Señala que de hecho esta evidencia se podría usar para justificar una mantención de la Tasa de Política Monetaria.

No obstante lo anterior, a juicio del señor Vicepresidente hay al menos tres razones que restan fuerza al argumento señalado. La primera, es que el alza del precio de los alimentos y combustibles puede haber creado una compresión del gasto destinado a otros bienes, resultando en presiones a la baja en dichos precios, lo que sería consistente con la baja observada por el IPC que excluye alimentos y combustibles. Señala que un freno en el alza de los precios de alimentos y combustibles podría resultar entonces en un aumento de otros precios. En consecuencia, indica que excluir precios que han tenido alzas severas y una

2  
4



BANCO CENTRAL DE CHILE

participación relevante en la canasta de consumo, puede esconder presiones inflacionarias que se revelarán una vez que los precios de aquellos bienes específicos que han experimentado aumentos importantes se normalicen.

En segundo lugar, comenta el señor Vicepresidente que tal como han discutido quienes lo han precedido, existe el riesgo de efectos de segunda vuelta, con consecuencias nocivas en la inflación y la eficacia de la política monetaria. Estos efectos de segunda vuelta consistirían en el aumento de otros precios, por ejemplo, causados por presiones de costos laborales elevadas como resultados de mayores expectativas inflacionarias. Agrega que para mantener dichas expectativas ancladas, es necesario responder a dichos desarrollos reduciendo el impulso monetario. Señala que de no actuar oportunamente, será necesario aplicar una dosis mayor en el futuro con sus consecuentes costos en términos de actividad y credibilidad.

Por último, manifiesta el Vicepresidente señor De Gregorio que en tercer lugar, el actual dinamismo de la actividad, que se espera continúe, estaría incubando presiones inflacionarias que se materializarían en los meses venideros. Por lo tanto, a su juicio habría que subir la tasa de interés en esta oportunidad. Comenta que se podría incluso argumentar a favor de un alza de 50 puntos base, pero le parece prematuro, en particular, dado el último registro del Imacec y las perspectivas de magnitud e implicancias muy inciertas de los problemas de abastecimiento de gas. Indica que lo anterior podría atenuar, en algún grado, las presiones inflacionarias que se observan.

Asimismo, el señor Vicepresidente señala que con la evidencia acumulada, le parece adecuado subir hoy la tasa y no esperar mientras se recopilan más antecedentes respecto a las persistencias de los *shocks* más recientes. Por último, indica que lo más probable es que con las actuales perspectivas de inflación y actividad, sea necesario volver a aumentar la Tasa de Política Monetaria en los meses siguientes.

Por lo anterior, el Vicepresidente señor José De Gregorio señala que su voto es por subir la tasa de política monetaria en 25 puntos base.

El Presidente señor Vittorio Corbo manifiesta que el escenario externo se mantiene favorable con algunos leves cambios. En Estados Unidos de América el ajuste del sector inmobiliario y de las hipotecas de alto riesgo se vislumbra como más duradero y comienza a tener repercusiones en los premios por riesgo de los activos más inseguros, pero al mismo tiempo los indicadores de actividad se fortalecen. Indica que los precios de los productos primarios, incluyendo el petróleo, vuelven a incrementarse y las tasas de interés de largo plazo caen levemente.

Comenta el Presidente señor Corbo que en la economía nacional, las cifras del último mes muestran signos de mucho dinamismo. Señala que por días trabajados y efectos puntuales, el crecimiento del PIB sigue superando las proyecciones del último *IPoM*, aunque con una atenuación en lo más reciente, y al crecimiento del PIB potencial. Por su parte, el crecimiento del empleo se fortalece, especialmente en empleos asalariados, mientras que el desempleo sigue reduciéndose. El consumo, en tanto, se mantiene con altas tasas de crecimiento, superiores a las observadas en el primer trimestre. La inversión en maquinarias y equipos crece fuertemente y por sobre lo proyectado, y los agregados monetarios y crediticios continúan mostrando un gran dinamismo. Indica el Presidente señor Corbo que las noticias de los últimos dos meses configuran un segundo trimestre donde la demanda interna crecería en torno a dos puntos porcentuales por sobre lo estimado en el *IPoM* y el PIB Resto en torno a un punto porcentual.

4



## BANCO CENTRAL DE CHILE

En lo que se refiere a la inflación, el Presidente señor Corbo menciona que las últimas cifras también muestran niveles bastante por encima de lo proyectado en el escenario base de mayo y en la última Reunión de Política Monetaria, debido particularmente a mayores precios internacionales de combustibles y de alimentos, así como también a alzas no anticipadas en los precios de frutas y verduras. Indica que también se estima que los aumentos observados en los precios internacionales de los alimentos, por el carácter de los factores que lo han inducido, sequía en Australia, demanda de bio-diesel, consumo de grandes emergentes (China-India), tendrían un componente importante de permanencia. En paralelo, las expectativas de inflación de corto plazo superan el 3%, pero las expectativas de largo plazo están ancladas en torno al 3%, en un contexto en que los precios financieros y las encuestas a los Operadores de Mesas de Dinero proyectan un empinamiento en la trayectoria de la Tasa de Política Monetaria.

En cuanto a las implicancias de estos desarrollos para la política monetaria, el Presidente señor Corbo señala que el anticipo en el cierre de las brechas de capacidad, resultante del mayor dinamismo que lo proyectado del PIB Resto, por sí solo tiene consecuencias en la inflación proyectada y requiere adelantar la reducción del estímulo monetario para mantener la inflación en torno a la meta en el horizonte de política. Agrega el señor Presidente que esto se refuerza por la necesidad de evitar que los aumentos en los precios internacionales de los combustibles y de los alimentos, terminen por generar efectos de segunda vuelta y/o aumentos de expectativas de inflación, lo que acabaría por alejar en forma más persistente la inflación de la meta. Menciona el señor Presidente que el mercado también ha interpretado que las sorpresas de demanda interna y de precios de alimentos requerirán de una normalización más rápida de la política monetaria, para mantener la inflación en torno a la meta en el horizonte de política. Con todo, descarta totalmente el mantener la tasa y la opción de subirla en 50 puntos base, porque las noticias no lo justifican y podría entregar el mensaje erróneo de que el Banco Central de Chile está reaccionado, principalmente, como respuesta al alza reciente en la inflación como resultado de *shocks* de oferta.

Por lo anterior, el Presidente señor Vittorio Corbo, señala que su voto también es por un aumento de 25 puntos base en la Tasa de Política Monetaria, manteniendo un sesgo al alza.

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

### 110-01-070712 – Tasa de Política Monetaria.

En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile por unanimidad acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base a 5,25% anual.

#### Comunicado

“En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base a 5,25% anual.

Esta decisión es coherente con holguras de capacidad menores que las previstas en el último *Informe de Política Monetaria* y resulta necesaria para que la inflación proyectada en tomo a dos años se ubique en 3%.

24



BANCO CENTRAL DE CHILE

El escenario externo relevante para la economía chilena continúa favorable. La actividad económica mundial se expande con vigor, las condiciones financieras siguen ventajosas y el precio del cobre ha vuelto a aumentar, aunque algo similar ha ocurrido con el del petróleo y el de sus derivados. Los precios de varios productos alimenticios siguen elevados e incluso algunos de ellos han continuado aumentando.

Más allá del desempeño de algunos sectores específicos, la información disponible sobre actividad y gasto interno sigue dando cuenta de un importante dinamismo en el segundo trimestre, por encima de proyecciones previas. El empleo asalariado continúa aumentando y las condiciones financieras internas son favorables.

La inflación del IPC se ubica levemente sobre 3%, por encima de lo proyectado en el último *Informe de Política Monetaria*, y sigue influida por el precio de los combustibles y por el mayor precio de los alimentos. Estos últimos también han incrementado la inflación subyacente IPCXI (que excluye combustibles, perecibles y algunos servicios regulados). Más allá de los aumentos de estos precios específicos, las medidas alternativas de la tendencia inflacionaria se ubican en 3% o algo por sobre esta cifra, mientras que los costos laborales siguen contenidos. En este cuadro de mayor inflación por un *shock* de oferta, aunque las expectativas de inflación de corto plazo han aumentado, las de largo plazo permanecen ancladas en torno a 3%.

El Consejo estima que, en el escenario más probable, será necesario reducir el estímulo monetario en meses venideros para que la inflación proyectada en el horizonte de política se ubique en 3%. Como siempre, la materialización de cambios en la TPM dependerá de la nueva información que se acumule y de sus implicancias sobre la inflación proyectada."

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17.50 horas.

JOSÉ DE GREGORIO REBECO  
Vicepresidente

VITTORIO CORBO LIOI  
Presidente

MANUEL MARFÁN LEWIS  
Consejero

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ  
Consejero

ENRIQUE MARSHALL RIVERA  
Consejero

MARÍA OLIVIA RECARTE HERRERA  
Ministra de Hacienda (S)

MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI  
Ministro de Fe



## BANCO CENTRAL DE CHILE

### ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 111 celebrada el 9 de agosto de 2007

---

En Santiago de Chile, a 9 de agosto de 2007, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Vittorio Corbo Lioi y con la asistencia del Vicepresidente don José De Gregorio Rebeco y de los Consejeros don Jorge Desormeaux Jiménez, don Manuel Marfán Lewis y don Enrique Marshall Rivera.

Asiste el señor Ministro de Hacienda, don 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 Nacrur Gazali;  
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;  
Gerente de División Política Financiera, don Pablo García Silva;  
Gerente de División Operaciones Financieras, don Esteban Jadresic Marinovic;  
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Igal Magendzo Weinberger;  
Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;  
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;  
Gerente de Mercados Financieros Nacionales, don Beltrán De Ramón Acevedo;  
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; y  
Secretario General, don Jorge Court Larenas.

El señor Presidente fija la fecha de la Sesión de Política Monetaria del mes de febrero de 2008, para el día 7 de ese mes.

El señor Presidente señala que, como es habitual, se dará inicio a la presentación del informe económico y financiero de la Gerencia de División Estudios, el cual será presentado en la parte internacional, por el Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann B. y, en la parte nacional, por el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Igal Magendzo W.

El Presidente señor Vittorio Corbo ofrece la palabra al Gerente don Sergio Lehmann Beresi, para que inicie la exposición.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann señala que en el ámbito internacional, en el último mes se ha observado una propagación de los problemas del sector hipotecario *subprime* de Estados Unidos de América, hacia otros segmentos del sector financiero. Indica que se han observado cambios importantes en la valoración de riesgo de crédito, premios por riesgo, fundamentalmente ajustes en precios de activos financieros y



BANCO CENTRAL DE CHILE

condiciones crediticias más restrictivas. Indica que el efecto *fly to quality*, llevó a una caída de más de 30 puntos base de la tasa larga de Estados Unidos de América, y al día de hoy en torno a 35 puntos base, seguido por las tasas de la zona Euro y Japón.

En términos de proyección de crecimiento mundial, el señor Gerente de Análisis Internacional señala que ésta ha corregido al alza, especialmente por mejores perspectivas para Asia. No obstante, podrían mostrar correcciones a la baja por efecto de ajustes en los mercados financieros. Indica que se ha observado una recuperación en la capacidad de refinación de gasolina en Estados Unidos de América, que ha llevado a una caída de este precio en torno al 15%, mientras que el precio del petróleo BTI y del cobre no muestran variaciones significativas respecto al mes anterior. Sin embargo, si se considera el dato del petróleo, en el día de hoy se observa una caída. Agrega que el hecho que se hayan mantenido sin variaciones, no obstante esperar ajustes hacia la baja, ha sugerido corregir las proyecciones para el precio del cobre y combustibles hacia el alza.

Manifiesta el Gerente señor Lehmann que en términos de indicadores económicos, se observa que en el caso de Estados Unidos de América las noticias son negativas. Lo anterior incluye datos de ventas minoristas como también particularmente vinculadas al sector construcción, es decir, se ha observado que el ajuste en el mercado inmobiliario en Estados Unidos de América ha continuado. Agrega que los datos de consumo personal nominal han estado por debajo de lo esperado. Con respecto al precio de las viviendas éste ha continuado ajustándose. Finalmente, señala que en el mercado inmobiliario se han observado también en el margen datos negativos.

El Gerente de Análisis Internacional, al referirse a precios, indica que la información ha sido mixta, positiva si se mira el dato deflactor del PIB, y en línea con lo esperado en lo referente a inflación total y subyacente. Por otro lado, los costos laborales unitarios parecen estar algo más elevados de lo que se esperaba.

Comenta el Gerente señor Lehmann que durante el mes de agosto se conoció la información del PIB del segundo trimestre en Estados Unidos de América, información que estuvo algo en línea con lo esperado. Señala que lo importante de destacar es que las exportaciones netas están contribuyendo positivamente, a diferencia de lo que se observó en el trimestre anterior, y de hecho constituyen el principal contribuidor al crecimiento en Estados Unidos de América. Indica que el consumo está favoreciendo bastante menos que en trimestres anteriores, y el ajuste en el mercado inmobiliario, particularmente inversión residencial, continúa apoyando también negativamente al igual que lo que se observaba en trimestres anteriores.

Señala el Gerente de Análisis Internacional que en cuanto al mercado inmobiliario, el ajuste se ha prolongado más de lo esperado, los inventarios han continuado aumentando y el precio de las viviendas sigue reduciéndose.

En términos de consumo, se observa que éste se desacelera levemente, pero continúa con expectativas positivas.

El Gerente señor Lehmann menciona que respecto a la Zona Euro, en general las noticias han estado en línea con lo esperado, que no hubo mayores novedades en términos de indicadores, y que tal vez algunas noticias positivas en lo que se refiere al mercado laboral, tasa de desempleo y producción industrial, acaso algo menor de lo que se anticipaba. Señala que por el lado de la inflación no hay noticias importantes.

lp  
Jc.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Respecto al sentimiento económico en Europa, el señor Lehmann indica que éste ha continuado positivo, lo que está en línea con lo esperado y por tanto, se esperaría una atenuación en su tasa de expansión. Agrega que el mercado de factores continúa ajustado, mostrando escasas holguras de capacidad.

Indica el Gerente de Análisis Internacional que en Japón, en el margen las noticias han sido negativas. Sin embargo, la producción industrial muestra signos positivos, por sobre lo que se esperaba, y el mercado laboral también ha mostrado cifras que han sido en el margen, también mejores que lo previsto. Indica que la tasa de desempleo ha continuado cayendo y eso podría dar sustento al consumo hacia delante. No obstante lo anterior, se esperaría una desaceleración en el crecimiento en los próximos trimestres.

Referente al precio del cobre, manifiesta el Gerente de Análisis Internacional que se observa la evolución que éste ha tenido. El cambio respecto al cierre del mes anterior no es demasiado significativo. Se esperaba una desaceleración y eso ha sugerido llevar la proyección hacia delante que es algo por encima de la que se proyectaba hace un mes atrás. También se observa cómo han evolucionado los futuros marginalmente hacia el alza, pero no son cambios demasiado importantes. Las proyecciones derivadas de este ajuste o esta mantención en el precio, que está por sobre lo que se anticipaba hace un mes atrás, se van a corregir a US\$ 315 centavos la libra para este año y US\$ 275 para el próximo. Indica que la Comisión Chilena del Cobre elevó su proyección a US\$ 320 y US\$ 270 para el próximo año, y que Goldman Sachs también lo hizo, y que, en general, se aprecia una tendencia a revisar al alza las proyecciones del precio del cobre.

El Gerente señor Lehmann en lo que dice relación al precio del petróleo, señala que se observa bastante volatilidad. Indica que primero tendió a aumentar, posteriormente se devolvió y en términos netos no se observa un cambio demasiado significativo, sí en el precio derivado de estos movimientos. La caída más reciente se asocia fundamentalmente a efectos que pudiese tener la corrección en el mercado financiero y por tanto, en la demanda de combustible y eso lo ha llevado a niveles más bajos. Indica que hoy el petróleo BTI estaba en torno a US\$ 70 dólares por barril, lo cual revela que hay una expectativa eventual de ajuste a la demanda hacia delante. Esta nueva trayectoria sugiere elevar la proyección a US\$ 68 para este año, en función de los datos que se han observado recientemente y hacia el próximo a US\$ 71. Agrega el señor Gerente que dependiendo de lo que se observe en las próximas semanas, probablemente estas cifras pudiesen ser revisadas, pero de todas maneras, al menos hasta hace algunos días atrás, la tendencia general era a revisar hacia el alza las proyecciones. En relación a lo anterior, manifiesta que el Departamento de Energía de los Estados Unidos de América también revisó sus cifras y proyecciones, las que coincidentemente resultan similares a los datos que proyectó el Banco Central de Chile.

Acerca del mercado de la gasolina, señala el Gerente señor Lehmann que éste ha mejorado las condiciones de abastecimiento, lo que está asociado a una recuperación en los inventarios, fundamentalmente derivado de una cierta normalización en la refinación en Estados Unidos de América.

Por otra parte, el Gerente de Análisis Internacional señor Lehmann comenta que, respecto al precio de los granos, se observa que el precio del trigo ha tendido a aumentar. El maíz ha tendido a caer durante los últimos treinta días. De hecho los futuros si bien siguen manteniendo una tendencia positiva, están algo por debajo de lo que eran hace un mes. Indica que esta caída se debe a que la producción y cosechas en el hemisferio norte han sido particularmente buenas.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Comenta el Gerente de Análisis Internacional que respecto al precio de la leche, éste también ha tendido a aumentar en el último mes y se piensa que podría tender a subir algo más para después tender a caer. Por otro lado, los futuros también muestran una caída.

Señala que producto del efecto *fly to quality* y turbulencias en los mercados financieros, se ha observado una caída en las tasas de interés. Indica que sobre la tasa en Estados Unidos de América, hasta el 7 de agosto se hablaba de una caída de al menos 30 puntos base, tal vez algo menos, pero hoy se vería una nueva caída y en términos netos se está pensando de menos de 35 puntos base en Estados Unidos de América. Indica que en Europa y en Japón también se observa una tendencia parecida, algo menor, en torno a 25 puntos base.

Señala que en cuanto a las expectativas de cambio de la Tasa de Política Monetaria, se observa un cambio importante en las percepciones del mercado respecto a ayer o antes de ayer, derivado de las noticias más recientes y que muestran que hacia enero del 2008 predomina la probabilidad de un recorte. Manifiesta que hoy la probabilidad de un recorte, es decir de 25 puntos base a enero de 2008, es de cien por ciento y de hecho ese recorte, de acuerdo a la proyección de los mercados, a octubre lo anticipan en 25 puntos base y no se descarta que a enero de 2008 pudiese haber un segundo recorte.

Por otro lado, en lo que se refiere a las paridades, el Gerente señor Lehmann comenta que la tendencia hasta la última semana de julio fue de una apreciación, donde recrudescen las preocupaciones por los efectos del mercado inmobiliario sobre otros mercados financieros y las monedas tienden a depreciarse. Indica que la única excepción a este comportamiento es el yen japonés, que ante la preocupación de los mercados tiende a revertir el *carry trade* que se ha mantenido durante un tiempo prolongado y por lo tanto, el yen también tiende a apreciarse en estas circunstancias de mayor inestabilidad.

Comenta el Gerente señor Lehmann que *soft spread* se utiliza como una medida de liquidez, y consiste en el premio que recibiría un inversionista por el costo que significa pasarse a tasa fija. Indica que ese premio ha tendido a aumentar, dando cuenta de una condición crediticia más estrecha.

La volatilidad de los mercados, por su parte, ha tendido a aumentar. En el caso de América Latina está algo por sobre el resto, pero si uno observa en relación a febrero pasado, el grado de volatilidad es inferior, es decir, todavía no se alcanzan esos grados de incertidumbre leídos a partir de este indicador, pero en el caso de economías emergentes probablemente sí se está a niveles comparables y en el caso de economías desarrolladas, claramente se encuentra por sobre el nivel.

Comenta el Gerente de Análisis Internacional que los premios por riesgo en economías emergentes han tendido a aumentar. En los últimos días tuvo un sesgo a la baja, pero probablemente hoy lo que se observa son recuperaciones, aumentos en esos *spreads* derivados de las turbulencias más recientes. Si se observa qué ha pasado con el premio por riesgo de otros instrumentos, particularmente en empresas en Estados Unidos de América, se concluye que el ajuste ha sido muy significativo, particularmente en el caso de los *high yield* que son empresas con un grado mayor de riesgo, y que han tendido a aumentar en torno a 100 puntos base. En el caso de las empresas con clasificación A, éstas han tenido un aumento equivalente al del bono chileno, de 20 puntos base aproximadamente. Agrega que a modo referencial, se muestra el ajuste que ha presentado el MB global, que ha tenido un aumento. Comenta el señor Lehmann que para los efectos de poder analizar más detenidamente el caso del *spread* chileno, en esta oportunidad presenta el *spread* soberano chileno, incluyendo Codelco, que recoge justamente este aumento de 20 puntos base, y que también se ha

LP  
J.C.





BANCO CENTRAL DE CHILE

incorporado el CDS a diez años plazo. Este es un *spread* que está más bien relacionado con tasas de corto plazo, respecto de Libor y de la construcción, y por esa medida tiene un aumento bastante inferior. Si se observa qué ha pasado en términos de la diferencia entre ambos, indica que vemos que tiende a aumentar en el último tiempo y eso está fundamentalmente explicado por el *soft spread*. El *soft spread* básicamente permite en términos generales arbitrar estos dos *spreads*. Agrega que se observa que el comportamiento de estos indicadores es perfectamente coherente con lo que se ha mostrado, esto es, un grado de menor liquidez internacional y por lo tanto, una suerte de preferencia por medidas de corto plazo.

El Presidente señor Vittorio Corbo agradece la presentación del señor Lehmann y ofrece la palabra para comentarios.

El Consejero señor Jorge Desormeaux, con respecto al comentario del Gerente señor Lehmann sobre la proyección del precio del petróleo, consulta qué significa proyección basada en futuros, y si hay en ello algún supuesto del Banco Central de Chile.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann señala que no se trata de una "proyección basada". Se trata simplemente de la cifra de futuros que eventualmente se pueden utilizar como proyección para el precio de la gasolina. Agrega que en todo caso, está bastante en línea con el modelo, ligeramente más elevado a mediados de 2008 y algo por debajo de lo que es el modelo hacia fines de este año. Sin embargo, se trata de cambios que no son demasiado importantes.

En cuanto a una consulta del Consejero señor Desormeaux sobre la estacionalidad en los futuros, el Gerente señor Lehmann señala que tal como en alguna oportunidad se presentó en una Minuta, la estacionalidad en la gasolina es mucho más importante que en el petróleo. En el caso del petróleo probablemente hay mayores condiciones de arbitraje que tienden a internalizar esta situación, pero sí resulta curioso que se marque muy fuertemente la estacionalidad en el caso de los futuros en la gasolina y no así en el petróleo.

Con respecto al comentario anterior, el Consejero señor Manuel Marfán comenta que la explicación de esta situación es que la gasolina es estacional y no así el petróleo. Agrega que en el caso del diesel, éste tiene una estacionalidad que es precisamente inversa a la de la gasolina porque los consumos son estacionales. En efecto, en Estados Unidos de América se tiende a consumir más diesel en el invierno del hemisferio norte y más gasolina en el verano del hemisferio norte e incluso hay derivados que tienen estacionalidades cambiadas y que no necesariamente se reflejan en una estacionalidad equivalente del crudo. El Gerente señor Lehmann señala que por la razón indicada por el Consejero señor Marfán, la estacionalidad en el caso de la bencina es bien marcada y en el caso del petróleo también se han identificado ciertos grados de estacionalidad, pero los mercados futuros al menos no lo recogen y están basados en lo señalado.

El Consejero señor Manuel Marfán comenta que entiende que para otros emisores distintos de Chile, los CDS han tendido a aumentar más que los *spreads* de bonos de tasa fija o más bien, recuerda que observó hace unos días atrás un gráfico de CDS para el mercado interno de Estados Unidos de América, dependiendo si eran emisores A o triple B o etc., y los aumentos parecían ser más altos que lo que eran aumentos equivalentes en bonos

4  
S.C.



BANCO CENTRAL DE CHILE

de tasa fija. Indica el Consejero señor Marfán que lo que se decía en ese momento era que correspondía la clasificación que tenían al momento de emitir y que a lo mejor había errores de clasificación.

El Gerente señor Lehmann señala que en realidad lo que se observó en esa oportunidad son *spreads* de bonos que tenían como colateral hipotecas en Estados Unidos de América, por tanto no es comparable con lo que se expone en esta reunión. Agrega que si se hace de todas maneras el ejercicio de CDS para otras economías emergentes, que de hecho son perfectamente posibles de hacer, de todas maneras se observa un aumento marginal algo mayor de nuestra economía, lo cual revelaría que efectivamente hay una percepción de riesgo que al parecer está aumentando de forma algo más marcada.

El Gerente de Mercados Financieros Nacionales señor Beltrán De Ramón estima que los *credit for soft* deberían reaccionar antes que el riesgo país y que lo que se ha observado es que están algo más alto. Por lo tanto, estima que este problema no se ha resuelto y que se podrían ver aumentos adicionales en los próximos días, en particular con la información que se ha tenido en el día de hoy, de lo cual dará cuenta en la reunión de la tarde.

El Gerente de División Política Financiera señor Pablo García, respecto a este tema, indica que el Banco Central Europeo está inyectando cien mil millones de euros y las tasas interbancarias en Europa y Estados Unidos de América subieron en torno a 50 puntos base en dos de días. Agrega que el principal banco francés suspendió el retiro de varios fondos por sumas cercanas al 1% de sus activos y de alrededor de tres mil millones de dólares producto de incertidumbres en la valoración de la cartera de securitización de *subprime* que tenía en Estados Unidos de América. Comenta el Gerente de División señor García que en su opinión, más bien se trataría de un problema de liquidez que de dudas en la valoración de su cartera en el citado país. Por otra parte, menciona el señor García que el Bundesbank debió desmentir la realización de conversaciones con uno de los principales bancos alemanes por problemas de liquidez.

Agrega también el Gerente de División Política Financiera señor García que respecto al tema planteado por el Consejero señor Manuel Marfán, quiere complementar lo señalado por dicho Consejero, en el sentido que los instrumentos donde hay problemas de valoración son distintos a CDS, que constituyen un seguro de crédito. En cambio, los otros instrumentos se refieren a un paquete de bonos que tienen cierta clasificación, que tiene una alta la posibilidad de *default* en un bono en particular, y que se trata entonces de instrumentos bastante distintos.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann, respecto al comportamiento de las bolsas mundiales señala que éstas tendieron a ajustarse con esta mayor percepción de riesgo. Agrega que en América Latina, las bolsas de mercados emergentes y ciertamente el resto de ellas han tenido una caída adicional significativa, precisamente, por esta percepción de mayor riesgo y que existe la sensación y la evidencia que se ha producido una propagación de la situación del mercado inmobiliario de Estados Unidos de América a otros mercados. Comenta también que las acciones están cayendo, y estima que en las últimas semanas se vería una caída de fondos desde economías emergentes.

4  
J.C.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

A continuación, el Presidente señor Vittorio Corbo ofrece la palabra al Gerente de Análisis Macroeconómico, don Igal Magendzo Weinberger, para que presente la exposición sobre la parte nacional.

El Gerente señor Magendzo señala que las noticias más recientes muestran que la inflación IPC se ha elevado hasta casi 4% y sus perspectivas de corto plazo son sustantivamente mayores que lo proyectado en el *IPoM* de mayo. Esto ocurre en un contexto de copamiento de las holguras de capacidad en el curso del segundo trimestre y *shocks*, de magnitud inusual, en precios de productos específicos, exacerbado, en esta coyuntura, por el efecto de fenómenos climáticos en los precios de los perecibles. Ello intensifica el escenario de mayor inflación de corto plazo que ya se había delineado en el último par de meses, proyectándose que la inflación anual del IPC se ubicará en niveles por sobre 5% durante algunos meses. A su vez, las medidas alternativas de tendencia inflacionaria han vuelto a aumentar y se ubican en valores algo por sobre 3%, mientras que los costos laborales siguen contenidos. Por su lado, en junio el Imacec creció 6,1% anual, con lo que, considerando el promedio de los datos publicados, la actividad aumentó en el segundo trimestre a una tasa similar a la del primer cuarto. Menciona el señor Magendzo que las expectativas de mercado tanto para la inflación como para la Tasa de Política Monetaria se han ajustado a este escenario de cierre más rápido de las holguras y mayor inflación efectiva. Las primeras, con un aumento significativo de la inflación esperada en el corto plazo, pero con una mantención levemente sobre 3% en las expectativas a plazos mayores. Las segundas, con un empinamiento de la curva de rendimiento, que anticipa entre tres y cuatro nuevos ajustes de 25 puntos base de la Tasa de Política Monetaria en lo que queda del año 2007.

El Gerente de Análisis Macroeconómico indica que en el mercado financiero nacional, las tasas de interés han aumentado como reflejo de la revisión de las perspectivas de inflación y la volatilidad de los mercados financieros internacionales. La curva de rendimiento volvió a empinarse, anticipando entre tres y cuatro alzas de 25 puntos base de la Tasa de Política Monetaria en lo que resta del año, una más que lo esperado el mes pasado, y entre uno y dos aumentos adicionales durante el primer semestre del año 2008. La Encuesta de Expectativas Económicas muestra expectativas de tres alzas de 25 puntos base a diciembre del 2007 y otra adicional el 2008. Comparado con los valores vigentes al momento de la reunión de julio, las tasas de los documentos nominales no mostraron mayores cambios hasta comienzos del mes de agosto, momento en que, tras la publicación del IPC de julio, tuvieron un aumento de entre 10 y 25 puntos base, dependiendo del plazo. Las tasas de interés de los papeles reajustables han mostrado mayores fluctuaciones, aunque respecto de los valores al cierre de la reunión anterior no muestran cambios relevantes.

Hace presente también, que las expectativas de inflación de corto plazo del sector privado apuntan a una inflación considerablemente por sobre 3%. A diciembre del 2007, de acuerdo con la Encuesta de Expectativas Económicas la inflación se ubicaría en 4,8% anual (4,1% en julio). A un año plazo, la inflación esperada es cercana a 3,5%, reflejando la transitoriedad de parte de los *shocks* específicos que se han observado. Agrega que la Encuesta a Mesas de Dinero prevé que la inflación se ubicará en 3,6% a un año plazo, valor muy similar al que estimaban hace un mes de 3,55%. La Encuesta de Expectativas Económicas, en tanto, proyecta que la inflación a doce meses será de 3,5% (3,2% en julio). Para el segundo año, las expectativas de inflación siguen convergiendo a valores más próximos a la meta. La encuesta de mesas de dinero anticipa una inflación de 3,4% (3,3% en julio), la Encuesta de Expectativas Económicas una de 3% (igual al mes pasado) y la compensación inflacionaria de 1 en 1 contempla una inflación del orden de 3,6% (3,3% en julio). Agrega el señor Gerente que a plazos mayores, se ubican en valores algo por sobre 3%. En particular, la compensación inflacionaria de 5 en 5 contempla un 3,2% (3% en julio). Cabe mencionar



BANCO CENTRAL DE CHILE

también que la percepción de los agentes del sector privado no financiero da cuenta de un aumento relevante en las expectativas de inflación. Menciona también el señor Magendzo que la Encuesta a Consumidores del IPEC de Adimark de julio, muestra un nivel récord de los encuestados que creen que los precios subirán “mucho” en los próximos doce meses. Asimismo, la Encuesta a Empresarios del IMCE señala que las expectativas de inflación a doce meses de los encuestados pertenecientes a los sectores de comercio e industria se ubican cercanas a 4% en julio (3,2% en junio).

Por otra parte, el señor Gerente de Análisis Macroeconómico señala que en julio, las colocaciones bancarias privadas crecieron a tasas anuales similares a las del mes anterior, lo que sumado al mayor crecimiento del dinero, apoyan un escenario de condiciones financieras favorables. En líneas generales, la evolución de las colocaciones es coherente con tasas de interés de mercado estables para empresas y algo mayores para los hogares, lo que se desprende de la Encuesta de junio sobre Créditos Bancarios del Banco Central de Chile. En ella se percibe una mayor demanda por créditos en todos los sectores y condiciones de otorgamiento de créditos más flexibles para las empresas, en particular para las *pymes*, y más restrictivas para créditos de consumo. Cabe mencionar que las tasas de interés de las letras de crédito hipotecario han mantenido constante el margen respecto de la tasa libre de riesgo. El dinero continuó creciendo a tasas elevadas, incluso mayores a las del mes anterior, destacando la reaceleración que presentó el M1 y el aumento de la tasa de expansión del M3 que es la mayor desde 1998.

Señala el señor Magendzo que después de descender hasta \$513 en la semana siguiente a la reunión de julio, la paridad peso/dólar aumentó, al igual que lo sucedido con otras monedas durante el episodio de volatilidad externa, ubicándose actualmente algo por sobre \$520. La depreciación multilateral fue menor, excepto en el caso del TCM-5, donde incidió la apreciación que ha tenido el yen durante las últimas semanas. Con información preliminar, el TCR en su medición 1986 = 100 se ubica en 94 en agosto, nivel en torno al cual ha fluctuado durante los últimos tres meses.

Menciona el señor Magendzo que los indicadores de actividad y demanda de junio siguieron en línea con el mayor dinamismo que se observó a lo largo del segundo trimestre. El Imacec aumentó 6,1% anual, 5,8% considerando la existencia de un día hábil más. Con ello, atendido el promedio simple de los Imacec publicados a la fecha, en el segundo trimestre la economía habría crecido 5,8% anual, tasa similar a la del primer cuarto. Este valor es superior a lo previsto en el *IPoM* de mayo y apunta a que el nivel de actividad sería similar a su nivel de tendencia.

Asimismo, comenta el señor Gerente de Análisis Macroeconómico que en junio el crecimiento anual de los indicadores de consumo continuó con la fortaleza de los meses previos, siendo, en promedio, superior al del mes anterior y en línea con lo registrado en el primer trimestre del año. Las expectativas de los consumidores, a diferencia de lo que arrojan las cifras de consumo, siguen en el lado pesimista, con un deterioro importante en julio y una trayectoria descendente desde comienzos de año que es refrendada por la medición de la Universidad de Chile a junio. Por su lado, el crecimiento anual de las ventas de viviendas nuevas informadas por la Cámara Chilena de la Construcción nuevamente tuvo un descenso importante en junio de menos 15,5% (menos 13% en mayo y 5% promedio entre los meses de enero y abril), con lo que el número de meses para agotar el stock aumentó a casi 18 (16 el mes pasado). La inversión, en todo caso, sigue configurando un escenario de mayor crecimiento. En julio, el nivel de las importaciones de bienes de capital se mantuvo en torno a US\$ 575 millones —como ha sido la tónica desde abril— y con tasas de incremento anual del orden de 10%. Por otro lado, la revisión de junio del Catastro de Obras de Ingeniería de la



BANCO CENTRAL DE CHILE

Corporación de Bienes de Capital mostró un incremento en la inversión total esperada para el trienio 2007-2009, respecto de su versión del mes de marzo.

Hace presente el señor Gerente de Análisis Macroeconómico que con información provisoria, en el mes de julio el valor de las exportaciones creció alrededor de 10% anual y el de las importaciones lo hizo en cerca de 30%. En las exportaciones destaca el crecimiento de los envíos industriales, mientras en las importaciones resalta el dinamismo tanto de las de consumo como de las intermedias no petróleo.

Señala el señor Magendzo que en la actividad sectorial, en el mes de junio destacó la mayor contribución de industria —asociada principalmente a la producción de celulosa— y de los sectores de servicios, con una recuperación del comercio. Lo anterior continuó siendo compensado parcialmente por la incidencia negativa de EGA, que obedece al menor valor agregado de la generación eléctrica, por la escasez del recurso hídrico que ha debido ser reemplazado por combustible, y al menor abastecimiento de gas.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señala que los datos del mercado laboral de junio continuaron mostrando un crecimiento importante del empleo en términos anuales de 3,4%, con un empleo asalariado que continuó registrando tasas del orden de 5% anual y aquel por cuenta propia que presentó por segundo mes consecutivo una tasa de variación anual positiva. Agrega, que la tasa de desempleo nacional, eliminada estacionalidad, disminuyó a 6,2% menos 0,2 punto porcentual respecto del mes previo, con lo que acumuló una disminución cercana a un punto porcentual en los últimos cuatro meses. Estos niveles son bajos comparados con el promedio de los últimos veinte años y con varias estimaciones disponibles para la tasa natural de desempleo. Indica también que el panorama de escasas holguras que se avizora a partir de los datos del mercado laboral del Instituto Nacional de Estadísticas, es corroborado por la Encuesta de Empleo de la Universidad de Chile, que da cuenta de un descenso de la tasa de desempleo del Gran Santiago y que el empleo continúa dinámico.

Agrega el señor Magendzo que como ha sido habitual en los últimos meses, pese a las escasas holguras en el mercado laboral, la información más reciente sigue apuntando a presiones inflacionarias relativamente acotadas por el lado de los salarios y costos laborales. El incremento anual del costo de la mano de obra se mantuvo en 4,7%, a la vez que su velocidad de expansión disminuyó. El crecimiento anual del IREM sigue ampliando la brecha respecto del observado para el CMO, subiendo a 6,7% anual. El incremento nominal anual del Indicador de Remuneraciones de la Asociación Chilena de Seguridad aumentó a 4,3%, revirtiendo parte de la caída del mes anterior. La tasa de variación anual de las diferentes medidas de CLU tuvo movimientos mixtos, ubicándose en un rango entre 1% y 2,5%, a la vez que sus velocidades de expansión continúan aumentado.

Indica el señor Gerente, que en el mes de julio la inflación IPC volvió a resultar sorpresivamente alta, llegando a 1,1% (3,8% anual). El IPCX e IPCX1, en tanto, aumentaron 0,8% en el mes (3,5% y 4,0% anual, respectivamente). Nuevamente destacó el incremento en el precio de algunos alimentos, en particular de productos lácteos, pan y verduras frescas. La velocidad de expansión del IPCX1 volvió a aumentar, ubicándose por sobre 5% en el trimestre móvil mayo-julio. Las medidas alternativas de tendencia inflacionaria aumentaron, acercándose en un caso a 4% y en los otros dos situándose entre 3% y 3,5%.

Menciona también el Gerente señor Magendzo que el escenario de inflación de corto plazo nuevamente ha sido impactado al alza por *shocks* en los precios de los alimentos. A los aumentos de precios previamente identificados —maíz, trigo, leche y sus derivados— se sumó un incremento significativo en el precio de verduras frescas, debido a las desfavorables condiciones climáticas del actual invierno. Además, durante el mes de julio se anunciaron



BANCO CENTRAL DE CHILE

aumentos en las tarifas eléctricas. Pese a que el impacto en la inflación es de una magnitud considerable en el corto plazo —especialmente por el inusual escenario de tamaño y acumulación de *shocks* en un mismo momento del tiempo—, se debe seguir teniendo en consideración que la observación de los restantes componentes de la canasta del IPC no muestra, por ahora, un incremento generalizado de precios. De hecho, excluidos los precios de los alimentos, el incremento anual del IPCX1 se ubicó en 2,3% en julio, valor muy similar al promedio del primer semestre y del año anterior. Aún más, una medida de IPC que no considera los precios de la energía y los alimentos —quedando 68% de la canasta— muestra un descenso en sus tasas de incremento anual desde fines del año 2006 a la fecha.

Finalmente, señala el señor Magendzo, que en línea con la evaluación que la mayor parte de los *shocks* que están afectando a la inflación son fenómenos que impactan por una vez al nivel de precios y que, por lo tanto, durante el año 2008 implicarán una caída de la inflación anual, las expectativas de inflación del sector privado muestran el ya comentado aumento en el muy corto plazo que es revertido hacia delante, acercándose a 3% más adelante.

Se deja constancia que el Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco, se retira de la Sala a las 12:10 horas, habiendo dado previamente las explicaciones pertinentes al señor Presidente de la Institución.

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

En relación a empleo, el Vicepresidente señor José De Gregorio pregunta si en una perspectiva mensual respecto de dos años atrás, observando una tasa de desempleo baja, se debió haber pensado en la posibilidad de una baja de un punto a lo menos con respecto de la tasa neutral. Estima que esto es un aspecto que requiere algo más de atención para entender lo que sucede, por las implicancias que podría tener en lo que se está midiendo como brecha y su impacto en la política monetaria.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Igal Magendzo señala que confirma el panorama descrito por el señor Vicepresidente, ya que una opción sería decir que los datos son buenos, pero al conocer que otros países tienen un panorama similar, puede hacer pensar que lo que se está observando es que efectivamente el desempleo está muy bajo y los salarios no están subiendo.

El Gerente de División señor Rodrigo Valdés señala que la pregunta es por qué los salarios no aumentan. Agrega, que el problema que se presenta es que empíricamente las ecuaciones de salarios en muchos países, pero en particular en Chile, son muy poco sensibles históricamente a las brechas, ya que tienen grandes rezagos y se realizan promedios anuales.

En consecuencia, cree que existen pocas posibilidades de que se pueda develar lo que está pasando, aunque no resulta raro el fenómeno que está sucediendo. En algunas ocasiones se ha producido el hecho que los salarios reales no son sensibles a las condiciones cíclicas, contrario a lo que sucedió durante los años 1999 a 2002, en que los salarios reales continuaron subiendo con un desempleo muy alto.



**BANCO CENTRAL DE CHILE**

El Consejero señor Jorge Desormeaux sobre este mismo tema, señala que en los Estados Unidos de América se da la misma discusión que está anticipando el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Igal Magendzo, y que la explicación que ha observado es que se trata fundamentalmente, de un cambio de conducta que se relaciona con los efectos de la globalización, y se traduce en una preocupación de los trabajadores por priorizar la estabilidad de sus empleos, más que obtener mayores ganancias de remuneraciones.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que desea realizar dos comentarios sobre el particular. En primer lugar, indica que en cualquier ecuación de salarios que se utilice en Chile, hay que incluir los efectos de indización de éstos, ya que existen elementos de la inflación pasada que están explicando qué sucede con los salarios. Agrega que no desearía que producto de la inflación actual, en los próximos tres o cuatro meses se piense que estaría repercutiendo en los salarios por efecto de indización de los mismos. Señala que tiene la impresión que sería importante contar con datos de salarios no solamente reales, sino que también descontado el efecto de indización.

En segundo lugar, indica que éstos son los típicos casos en que a pesar que la evidencia empírica no lo acompaña en el futuro, en un mercado del trabajo ajustado terminan subiendo las remuneraciones o, al revés, que las remuneraciones normalmente elevadas terminan afectando al empleo.

Agrega el Consejero señor Marfán, que no renunciaría a seguir manteniendo cierta elasticidad de efectos y, por lo tanto, esto obviamente apunta en la dirección en que la política económica debe adoptar medidas preventivas, conociendo que esto eventualmente pudiera ocurrir. Menciona que una analogía similar se podría realizar respecto del tipo de cambio y exportaciones en que nunca se muestran relaciones que en el largo plazo están igualmente vinculadas.

En relación al tema de las remuneraciones, el Gerente de División Operaciones Financieras señor Esteban Jadresic indica que un dato interesante de observar son las cifras por sectores. Agrega que si se considera que el índice de base 100 del 2006 desde entonces a esta fecha el que más ha crecido es el de la construcción que es donde se cree que existe mayor flexibilidad, y después se observan sectores como enseñanza, minería que resultan importantes; también el comercio que es un sector que se puede pensar que tiene alguna inseguridad, en cambio los que corresponden principalmente a la administración pública probablemente tengan incrementos más lentos de remuneraciones.

En materia de inflación a doce meses, el Consejero señor Manuel Marfán consulta si es posible calcular en el IPC cuánto de la variación anual que muestra se estaría proyectando ahora y lo que sucedió con los aumentos de precios que ya se produjeron o es producto de una aceleración inflacionaria adicional en los meses que restan y que no se habían previsto.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Igal Magendzo señala que en los datos con que cuenta están los del mes de julio y que este tema lo estudiarán y que para el *IPoM* se podría hacer la comparación sólo hasta el mes de octubre.

4  
J.C.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés menciona que cuenta con algunas cifras que están en el documento sobre opciones, que indican que es 1% más de inflación para los próximos tres meses con respecto del escenario del mes pasado.

El Consejero señor Manuel Marfán comenta que si todo ese 1% de inflación adicional para los próximos meses se devolviera posteriormente, se trataría de un *flip flop* inflacionario, pero mientras no se tenga una proyección confiable más de mediano plazo, esta situación se mantendría pendiente. Agrega que, observando solamente cómo se han ajustado las expectativas del sector privado, la inflación *forward* 1 en 1 estaría también aumentando, es decir que el sector privado estaría pensando que existe una inflación también más alta entre el mes doce posterior y el mes veinticuatro, salvo que suceda algo muy extraño en los meses que faltarían para completar veinticuatro meses, lo que haría pensar en la existencia de una aceleración de la inflación con magnitudes diversas en velocidad a lo largo de los próximos veinticuatro meses, respecto a lo que se percibía hace un mes atrás.

El Consejero señor Jorge Desormeaux consulta cuál sería la diferencia que existe entre estas proyecciones de inflación para los meses de agosto, septiembre y octubre y las del mercado.

El Vicepresidente señor José De Gregorio acota que el mercado está en 4,8%.

Sobre el particular, el Gerente de Mercados Financieros Nacionales señor Beltrán De Ramón señala que los seguros de inflación en los próximos doce meses están en 3,70; agrega que para los próximos meses tiene una cifra de 0,50 o algo menos y después 0,40 para los próximos dos meses. Menciona el señor De Ramón que el mes pasado este seguro de inflación estaba en 3,35, es decir ha subido 40 puntos base.

El Consejero señor Manuel Marfán sugiere construir una *forward* de inflación, tal como se tiene una *forward* de Tasa de Política Monetaria, donde se tienen fechas de manera de comparar permanentemente cómo están cambiando las expectativas de inflación para períodos equivalentes, adecuándolas según nuestras correcciones en las expectativas de mercado o las proyecciones muy de corto plazo. El Presidente señor Vittorio Corbo señala que se agregará lo solicitado por el Consejero señor Manuel Marfán.

El Gerente de Mercados Financieros Nacionales, señor Beltrán De Ramón señala su intención de efectuar un comentario que no realizó cuando se trató el tema de mercados financieros, y que se refiere a que la compensación inflacionaria de 1 en 1 contempla en los datos del Banco un 3,39%, pero la encuesta que se efectúa a los operadores está en 3,40%; la de 12 meses está en 3,65%; y la que se efectúa a las mesas de dinero se encuentra en 3,60%. Agrega, que pocas veces se observa esta equivalencia y cree que esto puede estar influido por cambios de portafolio producto de los aumentos de límites de las AFP.

Comenta también el señor De Ramón que no se cuenta con evidencia que no pueda ocurrir después algún efecto que esté sustituyendo y vendiendo papeles. De hecho en los *spreads* con que se mide no se aprecia, ya que incluso han bajado, y los bancos no tienen ningún problema en este momento para financiarse, aumentado la tasa *prime*, ya que también han aumentado las expectativas a través de la tasa *swap*. Le parece que en esta coyuntura las





BANCO CENTRAL DE CHILE

compensaciones están bien definidas, y no aprecia ningún punto en que se pudiera decir que no representa lo que el mercado está pensando.

En relación a la información entregada por el Gerente de Análisis Macroeconómico, en cuanto al tema de expectativas de tasa de política monetaria, el Vicepresidente señor José De Gregorio comenta que en su opinión existen dos hipótesis que se comentan en la prensa. La primera, que están subiendo los alimentos y si se observa el IPCX1, muestra aumentos en el margen, lo que en su opinión indica que existe una presión para subir la tasa; y la otra visión, independiente de la recomendación de política, señala que el aumento de la inflación es explicable fundamentalmente por alimentos y combustibles y si éstos no existieran no habría indicadores actuales de presiones inflacionarias. Agrega que quisiera evaluar estas hipótesis.

El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés comenta que en su opinión la mejor tecnología para resolver estas dudas la constituyen las nuevas medidas de tendencia inflacionaria que observamos. Agrega que existe bastante influencia de otros precios que pueden estar subiendo por el efecto que provoca la situación económica de otros países. Señala que no le parece que la inflación esté subiendo por presiones de demanda. Lo que sí se observa es que las holguras son suficientemente bajas de manera que si siguen estrechándose y la economía crece en el futuro más que el potencial, ya que el desempleo sigue bajando, se podría esperar que se materialicen más de esas presiones. Asimismo, otro tema que le parece importante es que no existen *shocks* muy específicos que pudieran afectar a expectativas de segundas vueltas.

El Presidente señor Vittorio Corbo comenta que hubiera pensado que en este momento se comenzará a ver una desaceleración más fuerte de crecimiento M1, atendido el alto aumento en el costo de material de dinero, ya que si la demanda está cayendo y la oferta sigue creciendo, igual existe algún problema y esperaría que la demanda empiece a contradecir este fenómeno, lo que no se observa.

El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés señala que le parece un comentario interesante, pero el reflejo de eso es que la demanda por dinero tuvo un error de proyección gigantesco, porque se tiene un aumento de costo monetario y el dinero sigue creciendo. Por lo tanto, se materializa un gran shock instantáneo para lo que no existe una respuesta.

El Presidente, señor Vittorio Corbo, suspende la Sesión a las 13.45 horas e informa que la misma se reanuda a las 16:00 horas.

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 111.

El Gerente de Mercados Financieros Nacionales señor Beltrán De Ramón señala que quiere responder una pregunta efectuada por el Consejero señor Jorge Desormeaux en la reunión de la mañana, en el sentido de conocer mes por mes cómo está la proyección del mercado en relación al Banco. Señala el señor De Ramón que para agosto el mercado tiene una proyección de 0,6 y el Banco Central de 0,7, o sea el Banco tiene una décima más. Agrega



BANCO CENTRAL DE CHILE

que para septiembre el mercado tiene una proyección de 0,5 y el Banco Central de 0,6, o sea hay otra décima más. Y para el mes de octubre el mercado tiene una proyección de 0,0 y el Banco Central de 0,2, o sea dos décimas más. Indica que en total son cuatro décimas más de proyección del Banco Central, en los próximos tres meses, en relación al mercado. Menciona además el señor Gerente, que para los meses siguientes la situación se invierte y en los dos meses posteriores el Banco Central de Chile presenta una proyección negativa y el mercado una de cero, presentándose cuatro décimas más para el otro lado.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann, indica que también quiere agregar un par de noticias que son importantes a propósito de las turbulencias que se observaron hoy día. Menciona que las expectativas de movimiento de política monetaria en Europa se vieron modificadas justamente por las turbulencias producidas en esa zona. Indica que ayer se consideraban dos aumentos de tasa, y hoy día hay uno que se confirma y que está bien asentado para septiembre, pero el segundo aumento tiene una probabilidad de solo 50%. Comenta que también hubo un cambio en las expectativas de movimiento de tasa en Europa. Agrega que además de la intervención o el aumento de liquidez que hizo el Banco Central Europeo, la Reserva Federal también hizo una inyección de liquidez de 24 billones de dólares, por lo cual se están desanclando las tasas interbancarias respecto a la tasa de política monetaria. De hecho, menciona el señor Gerente, la apertura del *soft spreads* que mide la estrechez de liquidez, está aumentando aproximadamente cinco puntos base y tras la inyección de liquidez referida que hizo la Reserva Federal tendió también a caer, volviendo a valores normales. Agrega que el precio del cobre no capturó todas estas turbulencias porque ya estaba cerrada la Bolsa de Londres y que en Nueva York su valor estaba en 3,36 dólares la libra y eso podría anticipar que mañana también Londres cierre con una baja significativa.

El Presidente señor Vittorio Corbo consulta cómo cerró el cobre en la Bolsa de Londres en el día de hoy, señalando el señor Lehmann que la cifra fue de 3,48 dólares la libra.

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

Menciona el Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés que en la Reunión de Política Monetaria de julio, el Consejo acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base hasta 5,25% anual, luego de mantenerla en cada una de las reuniones desde febrero pasado. Indica que en la última Reunión se consideró que ello era coherente con holguras de capacidad menores que las previstas en el último *IPoM* y que resultaba necesario para que la inflación proyectada en torno a dos años se ubicara en 3%. Agrega el señor Valdés que se consideró además, que la inflación estaba por encima de lo proyectado, influida por el precio de los combustibles y por el alza de los alimentos. Por último, señala que se mantuvo un sesgo contractivo en el comunicado, con un horizonte de alzas de tasas "en los próximos meses".

El señor Rodrigo Valdés menciona que con el análisis efectuado hasta ahora, le parece que las opciones más plausibles para esta reunión son aumentar la tasa de política monetaria en 25 puntos base o en 50 puntos base, habiendo méritos para ambas opciones.

Agrega el señor Gerente de División que desde la Reunión anterior, las principales novedades son las siguientes:

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

- En el lado externo, la mayor noticia fue la ampliación de los *spreads* de riesgo de crédito en diferentes mercados, a partir del nerviosismo que ha generado la situación de los préstamos hipotecarios en Estados Unidos. Ello también provocó volatilidad y ajustes en bolsas, premios soberanos y paridades. Si bien las proyecciones de crecimiento mundial se ajustan marginalmente al alza, la relativa debilidad de los indicadores coyunturales en Estados Unidos de América y un eventual deterioro de las condiciones crediticias podrían reducirlas en los próximos meses.

- Los precios del cobre y del petróleo se mantienen altos, cerca de US\$ 3,5-3,6 la libra y US\$ 72-75 el barril, respectivamente. Señala que ello motiva una importante revisión al alza en sus precios proyectados para el año en curso y en especial para el 2008.

- En el mercado financiero interno, el cambio más notorio fue el nuevo empinamiento de la curva de rendimiento en su plazo más corto, luego del elevado IPC de julio. Los precios financieros reflejan una Tasa de Política Monetaria de entre 6 y 6,25% a fines de año, cerca de 25 puntos base más que el mes pasado. Las tasas de interés nominales de mediano y largo plazo tuvieron un ajuste al alza, mientras que en UF se mantienen en niveles similares a los de hace un mes, pero con importantes vaivenes. Por el lado de los agregados monetarios, crediticios y de las tasas cobradas por el sistema, no hay grandes noticias, manteniéndose las condiciones financieras favorables y el peso se ha mantenido relativamente estable.

- La actividad del segundo trimestre habría crecido cerca de 6%, 3-4 puntos por sobre lo proyectado en el *IPoM*, aunque similar a lo proyectado hace un mes. Excluyendo recursos naturales, el crecimiento del producto habría sido de 6,4%, 1¼ puntos sobre lo proyectado en el *IPoM*. Con ello se estima que el nivel de actividad sería similar a su nivel de tendencia.

- En el mercado laboral continúa una alta creación anual de empleos y vuelve a sorprender el bajo desempleo, que llega a 6,2% desestacionalizado. La encuesta trimestral de la Universidad de Chile entrega un cuadro comparable.

- Una vez más, en junio la inflación fue considerablemente mayor que la proyectada, también por aumentos inesperados de los precios de algunos alimentos, en especial los perecibles e ítems específicos del rubro alimentos del IPCX1. El panorama de inflación de corto plazo vuelve a corregirse al alza y se ubica muy por encima del proyectado en el escenario base del *IPoM* anterior y en la última Reunión de Política Monetaria. Las medidas alternativas de tendencia inflacionaria volvieron a aumentar levemente y se ubican entre 3% y 4%.

- Los indicadores de expectativas de inflación del sector privado reflejan estos cambios, con alzas marcadas a plazos cortos. Las expectativas de inflación de mayor plazo se ubican cerca de 3%. Si bien algunos indicadores de expectativas de mediano y largo plazo son algo mayores que 3%, no se encuentran sobre los niveles alcanzados en episodios anteriores de inflación elevada.

- La discrepancia entre CMO e IREM se mantiene, al igual que el panorama relativamente benigno por el lado de los costos salariales.

Menciona el Gerente de División Estudios que con los antecedentes disponibles, las opciones más plausibles para esta reunión son aumentar la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base o en 50 puntos base.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Señala el Gerente de División Estudios que en la Reunión de Política Monetaria anterior, se analizó cómo el cierre de holguras se produjo más rápido que lo proyectado, y que el hecho que la tendencia inflacionaria se ubicara algo sobre 3%, hacía necesario ajustar la Tasa de Política Monetaria de manera de reducir el estímulo que provee la política monetaria. En todo caso, agrega, cuán rápido llevar la Tasa de Política Monetaria a su nivel neutral, las distintas estimaciones de la Tasa de Política Monetaria neutral la ubican por encima de 6%, era una pregunta de implementación y dependía, entre otros factores, de la evaluación de si esta situación de menores brechas persistiría. Por encima de esto, además, se enfrentaba un *shock* de precios de alimentos inusualmente intenso, cuya persistencia era difícil de precisar y que, sumado al elevado precio de los combustibles, implicaba un riesgo por eventuales efectos de segunda vuelta y desanclaje de expectativas. En ese cuadro, la estrategia de aumentos de la Tasa de Política Monetaria podría tener que acelerarse de manera de prevenir estos efectos de segunda vuelta.

Comenta el señor Gerente que el análisis anterior sigue siendo válido e implica que es necesario continuar aumentando la Tasa de Política Monetaria, sin perjuicio de la necesidad de considerar aspectos de implementación para decidir la dosis y la oportunidad. De hecho, las cifras de actividad y demanda refuerzan el cuadro de cierre de holguras discutido el mes pasado. Por otra parte, agrega que las novedades en el lado de la inflación sí modifican el panorama de inflación de corto plazo. En particular, señala que la profundización del *shock* de precios de alimentos y, en alguna medida de energía, intensifican el panorama de inflación elevada en el corto plazo. Agrega que se proyecta que la inflación superará el 5% por algunos meses, reflejando tanto efectos base, inflación ya materializada, como una mayor inflación proyectada para el corto plazo, del orden de 1% acumulado en los próximos 3 meses, mayor que lo proyectado hace un mes.

De esta manera, indica el señor Gerente que se puede justificar un alza de 25 puntos base aún sin las novedades que se han tenido durante el último mes. Con las novedades, en particular el registro de inflación muy por encima de las expectativas, se puede argumentar que un alza de 25 puntos base es el ajuste mínimo de la Tasa de Política Monetaria para esta Reunión.

Comenta don Rodrigo Valdés que se puede justificar un aumento de 50 puntos base, considerando que en el escenario más probable, de todas formas será necesario aumentar la Tasa de Política Monetaria en los siguientes meses para reducir el estímulo monetario que prevalece, y que un ajuste de esta magnitud envía una señal más potente de compromiso con la estabilidad de precios, en particular cuando el mercado espera mayoritariamente un aumento de 25 puntos base. Señala que esto puede ser apropiado, considerando que si bien las expectativas de inflación a mayores plazos del sistema financiero se mantienen cerca de 3% y no muestran mayor diferencia con episodios anteriores en que la inflación ha excedido la meta, la inflación estará por algunos meses muy por sobre 3% y existe mayor visibilidad pública de las alzas de precios. Esto último agrega, ya se refleja en encuestas a hogares y empresas y en el tratamiento que la prensa le da al tema. Además, esta situación, sumada a la aparente inexistencia de holguras relevantes, en particular el bajo desempleo, podría alimentar efectos de segunda vuelta en salarios y otros precios e incluso hacer peligrar el anclaje de expectativas. Menciona que un alza más agresiva de la Tasa de Política Monetaria ayudaría a temperar estos riesgos.

Por otro lado indica el señor Gerente de División, un aumento mayor de 25 puntos base tiene algunas desventajas. Primero, si bien no se perciben holguras, debe tomarse en cuenta que el alza de la inflación está focalizada en una gama acotada de productos. Por ejemplo, si se excluyen los alimentos del IPCX1, lo que deja una canasta que representa el 51% del IPC total, este indicador tiene un aumento anual menor de 2,5% y una tendencia estable. Si



BANCO CENTRAL DE CHILE

se excluyen alimentos y energía del IPC, lo que deja una canasta que representa el 68% del total, se llega a una inflación menor de 2% y con tendencia reciente a la baja. Existe por lo tanto el riesgo que, de revertirse el precio de los productos que han sufrido alzas inusuales, la inflación disminuya relativamente rápido.

En segundo lugar, menciona el señor Valdés, la situación de turbulencia y ajuste en los mercados financieros internacionales genera un grado importante de incertidumbre respecto del curso más apropiado para la política monetaria. Por ejemplo, agrega, podría darse un cuadro futuro de debilidad cíclica global, que requiera de una política más acomodaticia, con lo que podría ser recomendable seguir un curso de ajustes menos intensos a la espera de mayor información.

En tercer lugar señala el señor Rodrigo Valdés, al ser un ajuste mayor que el esperado, un alza de 50 puntos base podría leerse como una reacción a perspectivas inflacionarias de corto y mediano plazo mayores que las que tiene el mercado, con el consiguiente efecto en las tasas de interés y el tipo de cambio. Indica que con todo, las proyecciones internas de inflación de corto plazo son algo mayores que las que maneja el mercado.

Por último, menciona el Gerente de División Estudios que es probable que la comunicación de aumentos de la Tasa de Política Monetaria más acotados, pero continuados, sea menos compleja que la alternativa de un aumento más significativo en esta reunión. En particular, no está claro qué tipo de sesgo entregar en el caso de un aumento de 50 puntos base. En cambio, un aumento de 25 puntos base y reforzar el sesgo de las últimas reuniones, por ejemplo a través de comunicar la posibilidad de aumentos de la Tasa de Política Monetaria más frecuentes, e incluso mayores si se percibe un desanclaje de expectativas, debería ser fácilmente comprendido.

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

El Gerente de Investigación Económica, señor Klaus Schmidt-Hebbel comenta que las novedades significativas del mes están encabezadas por los aumentos intensos por encima de los incrementos ya verificados en meses previos, en los precios de alimentos y en los de energía. Señala que ello permite anticipar con más fuerza que el mes pasado en Chile al igual que la mayoría de los países del mundo, enfrenta con probabilidad una deflación futura. Indica que nuevamente se advierte que no se trata de una deflación de un nivel agregado de precios, sino una caída anticipada y significativa de algunos precios de productos primarios que tendrán efectos temporarios y negativos sobre la variación del nivel agregado de precios futuros. Menciona además el señor Gerente, que se presume que habrá bienes agrícolas en que los precios se revertirán en el corto plazo, como es el caso de las papas, mientras que en otros casos como la leche y los granos, los shocks inflacionarios pueden ser más persistentes. Agrega que en el caso extremo está el petróleo y sus derivados, para los cuales el escenario base interno y los escenarios externos de terceros proyectan una muy lenta y sólo parcial reversión hacia los niveles internacionales observados hace 4 ó 5 años atrás. Indica el señor Gerente que, dependiendo del grado estimado de persistencia de estos *shocks* de oferta verificados en los últimos meses, son cinco las razones por las cuales la política monetaria pudiera reaccionar en una dirección o en otra, ante *shocks* de oferta de este tipo. En primer lugar, por una preocupación exacerbada por la inflación IPC de corto plazo que reflejaría una tasa subjetiva de descuento muy elevada en las preferencias del Banco. En segundo lugar, por una preocupación exacerbada del Banco por el producto. En tercer término,



BANCO CENTRAL DE CHILE

porque los *shocks* de oferta podrían tener un efecto muy negativo sobre el producto efectivo del ingreso disponible y la demanda y por ende sobre los precios y la inflación. Cuarto lugar, por efectos de segunda vuelta en salarios y precios de otros bienes y servicios, y por último, por un incremento en las expectativas de inflación en el horizonte de política relevante.

Estima el Gerente de Investigación Económica, que ninguno de los argumentos anteriores, ni en forma individual, ni menos en forma combinada, porque tienen signos distintos, tienen una implicancia nítida de acción en la coyuntura actual. Señala que la persistencia y la reversión de los *shocks* es muy incierta, los efectos sobre la brecha de producto de los *shocks* de oferta son acotados y de signo específico del producto respectivo, importable o exportable. Agrega que el Banco Central de Chile tiene un horizonte de política monetaria explícito en torno a dos años y no a tres, seis o doce meses. Los efectos sobre salarios y precios y bienes y servicios, parecen muy acotados a la fecha y las expectativas de inflación aún parecen ancladas. Sin embargo, manifiesta que en este mes se han observado aumentos que estima que no son despreciables en las expectativas de inflación a distintos plazos. Agrega el señor Gerente que no preocupa mayormente la compensación inflacionaria a un año plazo, que está en 3,65% ayer y hoy día, y que incluso ha bajado en 28 puntos base respecto al mes anterior. Sin embargo, estima que la compensación inflacionaria de uno en uno ha aumentado a 3,4% y la de tres en dos a 3,2% y esos aumentos son de alrededor de 15 a 20 puntos base con respecto a julio. Indica que estos niveles *per se* no preocupan en lo absoluto.

Menciona el señor Schmidt-Hebbel que como se ha destacado en la Minuta de Opciones, se ha observado en períodos inflacionarios previos que la distancia entre estas expectativas y el 3% meta en términos absolutos fue bastante mayor, incluso en episodios previos como el de baja inflación y con signo contrario hace tres o cuatro años.

Menciona el Gerente de Investigación Económica que lo que sí cabe destacar y que es importante, es que este aumento de la medida de compensación inflacionaria, ya sea por aumento en las expectativas puras, o en los premios de inflación y liquidez, coincide con un desplazamiento notable de la curva de rendimiento para la Tasa de Política Monetaria futura, especialmente en sus tramos cortos. Es decir, el mercado exige una compensación inflacionaria en torno a 3,3% en un horizonte en torno a dos años, en promedio entre uno en uno y tres en dos más menos, pero esto condicional a tres aumentos de la Tasa de Política Monetaria hasta diciembre de este año y otros tres adicionales hasta diciembre de 2008, cuando la tasa según el mercado llegaría a 6,75%.

Otro antecedente importante este mes, agrega el señor Schmidt-Hebbel, lo constituye la confirmación de un vigoroso escenario de actividad, brecha y demanda para este año y probablemente para el 2008. El PIB está creciendo y se proyecta que seguirá haciéndolo al 6%, que son 100 puntos base por encima del producto de tendencia, pero a lo mejor esta estimación está en torno a 5%, con la consiguiente velocidad del cambio en la brecha de producto a un ritmo de 100 puntos base anual. Señala que la tasa de desempleo se ubica 100 puntos base o más por debajo, pero distinta estimación tiene el índice *NAIRU*. Comenta que la demanda agregada está creciendo anualmente a 8,3% promedio proyectado. Indica que entre el segundo y el cuarto trimestre de este año nuestro escenario base es 230 puntos base por encima del crecimiento ya elevado de 6% del PIB. Este crecimiento de la demanda se sustenta en una expansión históricamente elevada del crédito, que nuevamente llegó a récord en los últimos meses y en el mes pasado en particular y en tasas aún bajas; esas tasas bajas se reflejan en un impulso monetario actual estimado todavía en 2% del PIB. Menciona el señor Gerente que con una brecha producto actual estimada para ahora en cerca de cero, más menos algo, pero con proyecciones para la brecha futura, crecientemente positiva para los siguientes 24 meses y además, una demanda más reforzada por las noticias de un aumento de 10% de nuestra propia proyección interna del precio del cobre para el año 2008, por implicancias



BANCO CENTRAL DE CHILE

fiscales y privadas, la consecuencia para la política monetaria apunta a la necesidad de un cierre rápido de la brecha negativa de la Tasa de Política Monetaria efectiva y la mejor estimación de tasa de interés neutral. Indica el señor Gerente de Investigación Económica que este diagnóstico, que es octogonal a la verificación de los *shocks* de oferta recién pasados y sus posibles regresiones futuras, está presente desde hace muchos meses en la economía chilena, pero son los datos recientes del último mes y los de los últimos meses, que han reforzado su validez.

Se pregunta el señor Schmidt-Hebbel, cuán rápido debiera ser el cierre de la brecha negativa de tasa de política y la brecha cero actual positiva futura del producto. Comenta que además de las preferencias del Consejo del Banco, la opción de 25 puntos base y 50 puntos base estaría influida por las expectativas de mercado, las consideraciones tácticas de comunicación y los riesgos de desviación en el escenario central base expuesto en la reunión de la mañana. Agrega que si los riesgos de desviación en el escenario central fuesen bajos, en especial los riesgos hacia la baja en producto, si se enfrentase un riesgo serio de desanclaje de expectativas privadas o si el mercado esperase una alza mayor de Tasa de Política Monetaria, recomendaría subir la tasa en 50 ó 75 puntos base.

No obstante, considera que existen dos argumentos de peso en contra de esas opciones. En primer lugar, señala el señor Gerente, se enfrenta hoy un riesgo más significativo que hace un mes, de que el actual mercado de hipotecas riesgosas en Estados Unidos de América, que ya ha tenido los coletazos financieros descritos de envergadura en Europa hoy día y hace diez días atrás, con intervención del Bundesbank y apoyado por bancos privados alemanes, involucre un ajuste severo con implicancias reales negativas en la economía mundial. Este es un escenario de desviación del escenario base, pero su probabilidad ha aumentado. En segundo lugar, menciona el Gerente de Investigación Económica que el mercado no anticipa hoy un alza mayor a 25 puntos base. Por lo tanto, recomienda subir la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base, comunicando al público para lo cual se remite a la Minuta de Opciones, la posibilidad de aumentos futuros de Tasa de Política Monetaria, más frecuentes e incluso mayores si se percibiese un desanclaje de expectativas.

El señor Esteban Jadresic comenta que está de acuerdo con el análisis y la propuesta de la Gerencia de División Estudios. Estima que hay dos elementos fundamentales detrás de esto. En primer lugar, no resulta sorprendente el 1,1% de inflación, sino que tiene que ver más con la necesidad de anticiparse a las probables presiones inflacionarias de demanda que se podrían estar generando por el cierre de brechas, más rápido que lo previsto, lo que se refleja en el diagnóstico de un crecimiento de actividad más rápido en el segundo trimestre, como también las nuevas sorpresas en la tasa de desempleo que sigue cayendo, con el consiguiente impacto que tiene sobre presiones inflacionarias de demanda a futuro. Agrega a este diagnóstico, la información que se mencionó en la mañana que le parece bastante relevante y que no conocía previamente, esto es, que los salarios de sectores donde los contratos parecen revisarse más frecuentemente, están mostrando incrementos muy superiores a los del resto de los salarios, lo que ha llamado la atención por varios meses, en el sentido que hace tiempo que los salarios en el mundo parecieran no estar creciendo de manera significativa. Sin embargo, comenta el señor Jadresic si se aprecia el incremento global del costo de la mano de obra en los últimos doce meses del índice de 4,7%, se observa que en la construcción ese incremento fue de 9,2% y en comercio de un 10,1%, lo que resulta un factor indicativo. Agrega, que pueden existir factores idiosincrásicos no cíclicos que estén explicando estos aumentos, pero en el contexto macro global y la situación que se aprecia por el lado de las cantidades en el mercado laboral, indican que merecen atención estos incrementos en los salarios. Por otro lado, agrega que está también la nueva sorpresa inflacionaria debida a la fuerte alza en algunos alimentos que incrementa este riesgo de desanclaje de las expectativas relevantes. Comenta el



BANCO CENTRAL DE CHILE

señor Gerente que vale la pena notar que si bien afortunadamente esto no se ve en los plazos más largos, sí se observa para un horizonte más cercano, en el horizonte de política y en particular, el relevante para las adquisiciones de precios y salarios y, por lo tanto, eso puede incidir en la inflación efectiva. Entonces, agrega el señor Gerente de División, en ese contexto le parece muy apropiada la propuesta de un alza de 25 ó 50 puntos base. Sin embargo, entre ambas recomienda considerar la de 25 puntos base, pues hay varios argumentos que menciona la Gerencia de División Estudios con los cuales concuerda. Menciona el Gerente señor Jadresic el riesgo comunicacional, ya que un aumento de 50 puntos base podría exacerbar las expectativas de inflación, generar algún temor en el mercado y llevar a un sobreajuste en las variables financieras, en las tasas de interés y en el tipo de cambio. En ese contexto, le parece preferible un aumento de 25 puntos base, manteniendo un sesgo restrictivo respecto a futuras decisiones para las tasas de política monetaria.

El Gerente de División Política Financiera señor Pablo García se manifiesta de acuerdo con las opciones planteadas por la Gerencia de División Estudios, inclinándose por un aumento de la Tasa de Política Monetaria de 25 puntos base en esta ocasión. Comenta que los desarrollos recientes justifican una decisión como ésta. En particular, su comentario se justifica porque el cierre de holguras que presagia mayores presiones de costos a futuro, aunque éstas no se manifiesten aún; por los significativos *shocks* de oferta, que incrementan la inflación anualizada de todas las medidas de inflación anual y aceleran también la inflación instantánea de los componentes más subyacentes; el levantamiento de las expectativas de inflación a plazos más largos, medidas sea por la compensación inflacionaria o por algunas medidas directas de expectativas. Estima el señor García que no todos estos argumentos se deben acumular para motivar una reacción de política más agresiva, por cuanto se puede esperar con cierta confianza que varios de ellos sean de carácter transitorio y posiblemente se disipen en los próximos trimestres. De no ser así, cree que el Banco Central de Chile tendría tiempo suficiente para actuar con más agresividad en el futuro, si es que las condiciones así lo ameritan.

En relación con las implicancias del entorno financiero más turbulento de las últimas semanas y días, estima el señor Gerente de División Política Financiera que ello no debiese por ahora empujar las acciones de política monetaria en una dirección u otra. Por un lado, si se avecinan efectos contractivos en el crecimiento del mundo, ello naturalmente tenderá a suavizar la dinámica de crecimiento local de la actividad y el gasto. Por otro lado, las economías emergentes y Chile parecen estar enfrentando de manera relativamente benigna esta normalización de las condiciones financieras globales.

El Gerente de Mercados Financieros Nacionales señor Beltrán De Ramón concuerda con la opinión de quienes lo antecedieron inclinándose de entre las dos opciones, por la de 25 puntos base, por las mismas razones que han expresado los Gerentes que lo han precedido en esta reunión. Indica que centrará su comentario en la recomendación respecto a qué se puede decir hacia delante y en el comunicado. También menciona el señor Gerente que se inclina por darle alguna chance mayor a la posibilidad de incrementar las tasas de manera más seguida y, en particular, porque si bien estima que las expectativas de inflación están ancladas, el indicador *breakinflation* y la *forward* están en el rango alto, y se podría explicar entre dos y diez años, el premio de los nominales versus los reales, pero ya se está en 35 puntos en algunos y relativamente altos, situación a la que habría que poner atención. En particular, estima el señor De Ramón que ese riesgo hay que considerarlo por dos razones. Primero, porque de sus conversaciones con agentes del mercado, tiene la impresión que ellos no tienen claro lo de los rezagos que hay de la inflación. Algunos creen que se mide punta a punta y no semanal, y como lo señalaba el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Igal Magendzo, existen algunos rezagos que se van a presentar en los próximos meses y que





BANCO CENTRAL DE CHILE

pueden ser sorprendidos. Agrega el señor De Ramón que el mercado está viendo en el corto plazo menos inflación que el Banco Central de Chile. Indica que el segundo argumento para justificar el movimiento de tasas es que puede hacer moverlas desordenadamente y, por lo tanto a las compensaciones inflacionarias. Es que está operando en este minuto la disminución de la reserva técnica y el aumento de los límites, que si bien hasta ahora no ha tenido efectos, no se puede descartar que los tenga en el futuro y eso podría llevar a que estas compensaciones se desordenen, situación que considera preocupante. Por lo antes expuesto, el señor Beltrán De Ramón recomienda ser consistentes en el comunicado.

El Presidente señor Vittorio Corbo ofrece la palabra al Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco.

El señor Ministro de Hacienda manifiesta estar de acuerdo con varios de los comentarios que se han expresado en esta Reunión y quiere enfatizar algunos y matizar otros. Estima que se está ante un fenómeno inflacionario que merece atención. Comenta que en los meses recientes se ha acumulado un aumento significativo en el IPC, pero como se ha dicho en esta reunión, y es muy importante no perder esto de vista, ese incremento se ha concentrado principalmente en tres componentes: lácteos y granos; frutas y verduras y, energía; y combustibles como tarifas eléctricas. Agrega, que no obstante ello opina que las medidas de inflación, que están más relacionadas con brechas de capacidad, han tenido un comportamiento mucho más acotado. Incluso las medidas de la inflación que excluyen tanto los alimentos como la energía del IPC total, se han mantenido estables y ligeramente por debajo del 2%, lo que estima que pone en perspectiva el tipo de fenómeno que se está analizando hoy. Dicha situación lo hace tener una postura relativamente escéptica acerca de los diagnósticos que puedan llevar a pensar que hay un componente importante de demanda en este fenómeno. Cree que quizá podría haberlo en el futuro, pero ciertamente, no parece haberse dado hasta el momento, y eso se condice con las observaciones que se desprenden respecto a los costos salariales, que en sus diversas medidas, unas más otras menos, siguen creciendo de modo bastante moderado. Respecto de la tasa de desempleo, que es baja y sigue siendo sorprendentemente baja, ello podría indicar potenciales presiones de precios de salarios. Estima el señor Ministro de Hacienda que vale la pena preguntarse cuál es la lectura que se quiere hacer de esa variable y, en especial, la que se hace de la Tasa Nairu o de desempleo natural. Comenta el señor Ministro que aprecia evidencia dura al respecto, y que no podría argumentar que como consecuencia de una serie de *shocks* exógenos positivos, incluyendo el escenario externo y los términos de intercambio y otros, ha cambiado la medida de desempleo consistente con esta estabilidad de precios. Insiste que no hay suficiente información para afirmar lo antes dicho con certeza, pero le parece una opción que al menos merece ser analizada, dado que a pesar del crecimiento importante del PIB y de la demanda agregada, se sigue observando inflaciones subyacentes una vez que se eliminan estos efectos de oferta bastante acotados en torno al 2%. En su opinión, el punto central de la discusión de esta reunión debiese estar en torno a qué hacer con la Tasa de Política Monetaria y en especial, cuál es el impacto de un cambio en la Tasa sobre las expectativas y credibilidad del Banco Central de Chile. Sobre el particular, estima que ese es un punto que resulta clave porque nos enfrenta a un fenómeno nuevo el cual es una inflación gatillada por un cambio en precios relativos o en algunos precios, por lo tanto la respuesta de la política monetaria a ese fenómeno y la señal que se envía respecto a las expectativas es delicada, importante y requiere de una muy buena comunicación. Le parece también que existe una cierta confusión entre los analistas respecto a cómo se implementa el objetivo de estabilidad de precios del Banco Central de Chile. Agrega que sin duda el Instituto Emisor ha ganado una credibilidad muy importante, lo que ha permitido anclar las expectativas y orientar su propia acción a mediano plazo. No obstante la magnitud de este *shock* de oferta ha abierto el debate, al menos en la prensa, sobre cómo se implementa



BANCO CENTRAL DE CHILE

el sistema de metas de inflación en los horizontes relevantes dado estos *shocks* de oferta. Señala que algunos analistas han interpretado que los *shocks* de oferta, por razones que le parecen algo misteriosas, tendrían efectos persistentes sobre la inflación futura o dicho de otro modo, parecen suponer efectos de segunda vuelta. Indica que si las proyecciones del Banco Central y el curso esperado para la Tasa de Política Monetaria no consideran o no permiten efectos de segunda vuelta, le parece que lo que corresponde que ocurra es que la Tasa de Política Monetaria responda a las propias proyecciones del Banco y no a las proyecciones de mercado, y no se refiere necesariamente al largo plazo, sino que también al corto y mediano plazo. Señala que por decirlo de otro modo, cree que una sobre-reacción a las expectativas de mercado podría terminar validando una trayectoria de tasas de interés subóptima, que eventualmente podría sentirse enmendada. Por otra parte, cree que si bien es cierto el escenario central en cuanto a actividad es vigoroso y dinámico, se presentan una serie de riesgos y el balance de éstos se encuentra deteriorado, especialmente con los eventos recientes en los mercados internacionales y eso requiere un monitoreo y una atención adecuada. Lo anterior, en su opinión abre nuevas preguntas respecto de cuál va a ser el impulso monetario necesario dado este potencial escenario de riesgo que se podrían verificar. Finalmente, resumiendo su comentario, el señor Ministro destaca los siguientes aspectos: que efectivamente estima que existe un cierre de brechas más acelerado de lo que se previó en algún momento, pero también un balance de riesgos algo distinto del que se anticipó; que se tiene un fenómeno inflacionario que, a su juicio, sigue estando gatillado por aspectos de costos y eso requiere de una política monetaria que se centre esencialmente en evitar tanto efectos nocivos en materias de debilidad, como de segunda vuelta. Agrega que lo anterior requiere una respuesta de la política monetaria, pero una que evite la sobre-reacción, lo que le lleva a recomendar un incremento de 25 puntos base en la tasa de política monetaria.

El Presidente señor Vittorio Corbo agradece la intervención del Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco y ofrece la palabra a los señores Consejeros para proceder a la votación.

El Consejero señor Enrique Marshall agradece al *staff* el material preparado para esta reunión.

Comenta el señor Consejero que en el frente externo las condiciones macroeconómicas globales no han experimentado cambios importantes desde la última reunión, tanto para el crecimiento como para la inflación.

Señala el Consejero señor Marshall que donde sí se han producido novedades es en el frente financiero. Indica que al deterioro observado en el sector de las hipotecas de baja calidad se han agregado revaloraciones significativas y bastante generalizadas en los mercados de crédito. Señala el señor Consejero que siguiendo esta misma tendencia, las primas de riesgo para las economías emergentes han subido, los mercados bursátiles han reaccionado con ajustes a la baja y con mayor volatilidad y, como es usual en estas turbulencias, los inversionistas se han refugiado en los bonos de bajo riesgo de los países desarrollados, lo que ha conducido a una baja apreciable en los rendimientos de esos instrumentos.

Indica el Consejero señor Marshall que los riesgos para la actividad económica han aumentado, si bien todo hace pensar que ajustes como los que se han observado hasta ahora pueden ser asimilados sin trastornos mayores, considerando la fortaleza bastante generalizada de la economía global por regiones y sectores.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Por otra parte, menciona que en materia de productos básicos, los precios tanto del cobre como del petróleo se ubican en niveles similares a los de la última Reunión de Política Monetaria.

En tanto en el frente interno, los agregados monetarios y crediticios mantienen tasas de crecimiento elevadas. Con todo, se vuelve a confirmar el gradual ajuste en la tasa de expansión de los créditos de consumo. En el mercado de títulos financieros, los rendimientos en pesos han subido y la curva se ha empinado, respondiendo principalmente a factores locales. Señala el Consejero señor Marshall que el tipo de cambio se observa en un nivel muy similar al que tenía en la última Reunión. La demanda crece en forma vigorosa y se mantiene la expansión del consumo privado, en tanto la inversión muestra una recuperación de su dinamismo.

En materia de actividad, manifiesta el señor Consejero que las cifras dan cuenta de un crecimiento elevado y por sobre su nivel de tendencia.

El empleo total evoluciona con dinamismo y la tasa de desocupación vuelve a disminuir. Sin embargo, ello no encuentra un claro correlato en la evolución de los salarios y los costos laborales, los que continúan creciendo en forma moderada.

Comenta el Consejero señor Marshall que las sorpresas en el frente interno las ha deparado la inflación. Los registros de julio estuvieron nuevamente por sobre los esperados. Con ello, tanto la inflación efectiva como la subyacente se han ubicado en la parte alta del rango de tolerancia. Agrega que a los choques de precios provenientes del exterior se han agregado, ahora, choques de precios en alimentos percibles provocados por factores internos. Con todo, indica que las alzas aparecen, por el momento, concentradas en productos o rubros específicos. Asimismo, señala que si se excluyen los alimentos y la energía, la variación para los restantes precios incluidos en el IPC evoluciona en forma moderada y estable. Como resultado de estos choques, las proyecciones de inflación se han ajustado hacia arriba, especialmente para los plazos más cortos. En su opinión, estas previsiones indican que la inflación efectiva sobrepasará el rango de tolerancia en los próximos meses y las expectativas de mercado han seguido la misma tendencia alcista. Sin embargo, cree que las expectativas para los plazos más largos no se han apartado significativamente de la meta.

En este contexto, manifiesta el señor Consejero, el mercado ha ajustado sus expectativas para la evolución de la Tasa de Política Monetaria en el curso de los próximos trimestres. Señala que se mantiene sí una diferencia entre la evolución esperada, que se obtiene de las encuestas, y la que se deduce de los precios de los activos. Agrega que la curva de rendimientos sugiere una convergencia a una tasa más alta que la indicada por las encuestas. En todo caso, para esta reunión no se advierten diferencias y el mercado espera mayoritariamente un alza de 25 puntos base. Con estos antecedentes, las opciones plausibles o razonables apuntan en la dirección de un alza en la Tasa de Política Monetaria, siendo lo más adecuado un ajuste de solo 25 puntos base.

Comenta el Consejero señor Marshall que esta decisión se justifica por dos razones. La primera de ellas, es que la economía está creciendo por sobre su ritmo de tendencia y las holguras de capacidad se han reducido. La segunda, es que la inflación efectiva ha subido en forma apreciable, como resultado de varios choques de precios, y superaría el rango de tolerancia en los próximos meses. Indica que la concurrencia de estos dos desarrollos recomienda actuar en forma preventiva para mantener las expectativas ancladas y no comprometer la credibilidad en la política monetaria.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Manifiesta el señor Consejero, que un alza de 50 puntos base sería innecesaria y podría conducir a una lectura equivocada por parte del mercado, el que espera mayoritariamente un alza de solo 25 puntos base. Por el momento, señala que lo que corresponde es proceder en forma gradual, lo que permite acumular más antecedentes y volver a evaluar la intensidad del ajuste requerido. Lo anterior es importante, ya que existen desarrollos en curso, como el que afecta a los mercados financieros, que pueden introducir cambios en los escenarios considerados.

En las actuales circunstancias señala el señor Consejero, adquiere especial relevancia la comunicación con el mercado y el público en general. Indica que el Comunicado de esta reunión debe servir para complementar y reforzar nuestra decisión sobre la Tasa de Política Monetaria y por ello, se debe explicar muy bien el cuadro de mayor inflación que se enfrenta y transmitir con claridad la vigilancia que será ejercida en los próximos meses. En esa perspectiva, estima que el Comunicado debe reafirmar el actual sesgo restrictivo de la política monetaria.

En suma, el Consejero señor Enrique Marshall indica que su voto es por subir la Tasa de Política Monetaria hasta 5,50%.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que, como es habitual, agradece el análisis del *staff*.

Menciona el citado Consejero que el principal cambio en el escenario externo está en lo financiero. La debilidad del mercado de hipotecas *subprime* en los Estados Unidos de América se ha contagiado a los otros mercados, implicando un aumento en las primas de riesgo para los emisores de mayor riesgo relativo, incluyendo las primas de riesgo soberano de las economías emergentes, en general, y de Chile en particular. También señala que se está viviendo el tercer episodio de volatilidad en las bolsas emergentes desde comienzos del año pasado, aunque aún no se sabe adonde convergerá la situación actual, la hipótesis más razonable parece ser que habrá una corrección al alza en los márgenes de riesgo, los que se encontraban en niveles anormalmente bajos. Indica que esta corrección ha estado presente en los escenarios de riesgo del Banco Central de Chile hasta el último *IPoM*. Esta mayor sensación de riesgo financiero coincide, curiosamente, con un fortalecimiento en el margen de las perspectivas de crecimiento mundial.

En otro plano, indica el Consejero señor Marfán que los precios internacionales del petróleo y del cobre continúan corrigiéndose al alza, alejándose aún más de lo contemplado en nuestro escenario base. Agrega que el precio de la gasolina, cuyo margen de refinación estaba anormalmente desalineado, se corrigió a la baja de manera importante desde la Reunión de Política Monetaria anterior. Señala que en relación a los precios internacionales de los alimentos, éstos no mostraron nuevas sorpresas en el último mes.

En el plano interno, comenta el señor Consejero, lo más relevante es la nueva sorpresa inflacionaria de julio y el fortalecimiento casi generalizado del crecimiento económico por sobre lo contemplado en el escenario base. La sorpresa inflacionaria se volvió a concentrar en alimentos, con la excepción del mayor precio del pan, el que podría responder a presiones de costos vinculadas a mayores precios internacionales. Los demás alimentos que elevaron su precio interno parecen responder más bien a *shocks* de oferta idiosincrásicos de Chile. Indica que no está claro, en este último caso, cuán persistentes serán esos mayores precios. Como respuesta a estos *shocks* se han elevado las expectativas de la inflación de corto plazo y en menor magnitud las de mediano plazo. De manera concomitante han reaccionado las tasas de interés y las expectativas de ajuste en la política monetaria.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Al igual que en la Reunión de Política Monetaria anterior, el Consejero señor Marfán cree importante abandonar el escenario base del *IPoM* de mayo, ya que las desviaciones de inflación y de actividad son demasiado significativas como para que continúe siendo una referencia en nuestra decisión de política monetaria. Manifiesta el señor Consejero que mientras no se cuente con un nuevo escenario base confiable, lo que ocurrirá en nuestra próxima reunión, son los elementos de juicio, puro y simple, los que deberían guiar nuestra acción. Al respecto, señala el Consejero señor Marfán que en esta oportunidad hay dos fundamentos que apuntan en la dirección de un aumento en la Tasa de Política Monetaria. En primer lugar, el mayor dinamismo y el menor desempleo observados plantean un cierre de brechas más rápido al previsto y donde la hipótesis más probable es que ese cierre de brechas pudiera ya haberse completado. Con todo, señala el Consejero señor Marfán que no hay elementos adicionales que respalden un cierre de brechas; no hay evidencias de que la mayor inflación observada corresponda a presiones de demanda; los costos laborales unitarios se mantienen contenidos; no hay desalineamiento cambiario ni una aceleración del volumen de importaciones, es decir, no se ha evidenciado hasta ahora ninguna de las consecuencias que habitualmente se asocian a un cierre de brechas. Indica el señor Consejero que lo prudente es que en este contexto, la política monetaria retome una instancia neutral más temprano que tarde. Señala que se trataría, por lo tanto, de un aumento de la Tasa de Política Monetaria de tipo preventivo más que correctivo.

La segunda razón para elevar la Tasa de Política Monetaria hoy, tiene que ver con las perspectivas de la inflación futura. En efecto, indica que las proyecciones de corto plazo apuntan a una aceleración de la velocidad de la inflación en los próximos meses. Manifiesta el Consejero señor Marfán que no mencionó la inflación en doce meses, sino que la velocidad del IPC futuro. Indica que la inflación en doce meses mostrará, durante varios trimestres un nivel más alto, por el mayor IPC ya registrado, y esa por sí sola no constituye una razón para cambiar la instancia de la política monetaria. Señala que una función de reacción que considere la inflación de doce meses para el futuro cercano puede aconsejar cambios muy imprudentes.

Le parece al Consejero señor Marfán que lo que interesa, para efectos prácticos, es la velocidad de cambio en los precios, la que se percibe mayor en el corto plazo. Adicionalmente, indica que la compensación inflacionaria uno en uno también se ha elevado en el margen. Las expectativas de inflación de largo plazo, finalmente, siguen bien ancladas en torno al 3% anual, lo que significa que las expectativas apuntan a que se convergerá a la inflación meta desde arriba y no desde abajo como contemplaba nuestro escenario base anterior. Por esa sola razón, señala que también se justifica una Tasa de Política Monetaria mayor, por el conocido argumento como el principio de *Taylor*. Reitera que se trata en este caso, de un aumento correctivo más que preventivo. Una calificación importante de consignar a este argumento, es que está construido sobre la base de las expectativas de mercado y no por nuestras propias proyecciones, lo que sería correcto, pero en la ausencia de un escenario base confiable, es lo mejor a lo que se puede apelar.

Manifiesta el Consejero señor Marfán que con dos razones por las cuales aumentar la Tasa de Política Monetaria, cabe preguntarse de qué magnitud debe ser ese aumento. Desde esa perspectiva, coincide con la recomendación de la Gerencia de División Estudios en que las opciones a estudiar son 25 y 50 puntos base. Indica que el mercado espera, de manera casi unánime, un aumento de 25 puntos en la Tasa de Política Monetaria para esta reunión. A pesar de la mayor inflación esperada para el corto y mediano plazo, no hay evidencia de un desanclaje de expectativas más allá del horizonte de política. Al igual que hace un mes, cree que tomar una decisión distinta a la que espera el mercado, mientras no se tenga un escenario base confiable, podría ser interpretada como que el Banco Central de Chile cuenta con información adicional, lo que no es efectivo. Por lo mismo, señala que una decisión



BANCO CENTRAL DE CHILE

distinta solo agregaría una sorpresa extra, que no podría interpretarse correctamente sino hasta que se haga pública la Minuta.

Por esas razones, el Consejero señor Manuel Marfán manifiesta que su voto es por elevar la tasa de política en 25 puntos base.

El Consejero señor Jorge Desormeaux señala que en el último mes se han producido diversos desarrollos, tanto en el plano interno como externo.

Menciona el señor Consejero que en el plano externo la incertidumbre en torno a la calidad de la cartera hipotecaria *subprime* en los Estados Unidos de América y la posibilidad de que este fenómeno se extienda a otros segmentos del mercado del crédito, ha dado lugar a un importante ajuste en los mercados accionarios, en los premios por riesgo y en las paridades cambiarias. Si bien dicho ajuste es en parte deseable, la preocupación es que ello pueda inducir a un menor crecimiento futuro de la economía de los Estados Unidos de América.

Sin embargo, señala que los desarrollos más importantes para la decisión de hoy se dieron en el plano interno. Por una parte, en el segundo trimestre la economía evidenció un dinamismo superior al proyectado, lo que virtualmente cierra la brecha de capacidad que había exhibido la economía en los últimos años. La posibilidad de que se pase rápidamente a una brecha positiva se acrecienta si consideramos que las estimaciones de crecimiento de la demanda agregada, en el segundo trimestre, pasaron de 6,7% anual en el *IPoM* de mayo a un 8,7% en las estimaciones más recientes. Para el año 2007, como un todo, la demanda agregada crecería un 7,9%, 1,2 puntos porcentuales más de lo proyectado en mayo y casi 2 puntos porcentuales más que en el año 2006. Indica el señor Consejero que este cierre de holguras se ve reflejado también en las cifras de crecimiento del empleo, así como en la tasa de desempleo, aun cuando no en la evolución de las remuneraciones.

La otra sorpresa importante, en el plano interno, señala que se relaciona con la inflación, la que ha sido considerablemente mayor a la esperada, debido especialmente a aumentos significativos en los precios de alimentos perecibles afectados por las recientes heladas. A raíz de ello, las expectativas de inflación del sector privado se han elevado significativamente en el corto plazo. A plazos mayores, indica que las expectativas de inflación también se han ajustado al alza, pero sin superar aún los niveles alcanzados en otros episodios de inflación elevada.

Todo ello, sin embargo, como nos informaba el Gerente de Investigación Económica señor Klaus Schmidt-Hebbel, condicional a un alza que espera el mercado de 75 a 100 puntos base, en los próximos seis meses y otros 25 a 50 puntos base, en los seis meses siguientes. Señala el Consejero señor Desormeaux que si bien esta evidencia podría mover a la tranquilidad, puesto que se podría estar enfrentando un *shock* de oferta severo, pero con expectativas ancladas en el largo plazo y sin que pueda advertirse aún efectos de segunda vuelta, cree que no hay lugar para la complacencia y ello por tres razones. La primera, el *shock* de oferta que se está enfrentando es el más severo que se haya enfrentado en las últimas décadas. Segundo, que éste tiene lugar en un momento en que la economía ha cerrado sus brechas de capacidad. Tercero, que la inflación proyectada por el Banco Central de Chile, para los próximos tres meses excede en 0,4 puntos porcentuales a la prevista por el mercado, y superará el 5% en base anual, durante buena parte del segundo semestre. En síntesis, la coyuntura actual es un momento de prueba para la credibilidad del Banco Central de Chile. Señala el Consejero señor Desormeaux que a la hora de discutir opciones, coincide con la evaluación de la Gerencia de División Estudios, en el sentido que las alternativas a considerar son solo dos, subir la tasa de política monetaria en 25 puntos base o en 50 puntos base.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Comenta el señor Consejero que dada la importancia que tiene la decisión de hoy para la credibilidad del Banco Central de Chile, cree que la consideración más importante es cómo afectará ésta a las expectativas de inflación futura. En este sentido, señala que la opción de acelerar la normalización de la política monetaria, incrementando la tasa en 50 puntos base tiene una ventaja, ya que entregaría una señal de fuerte compromiso con la meta inflacionaria, lo que constituiría una sorpresa para el mercado, que espera mayoritariamente un alza de 25 puntos base, pero dado que es posible que la inflación de agosto y octubre traiga nuevas sorpresas, ello en cierto modo podría blindar la credibilidad del Banco Central de Chile. Sin embargo, señala el señor Consejero que como advierten los informes de la División de Estudios, esta opción también tiene riesgos y el más importante es que muchas de estas alzas de precios puedan revertirse muy rápidamente. Es más, se prevén inflaciones negativas para el cuarto trimestre. De este modo, un alza de 50 puntos base podría, retrospectivamente, ser evaluada como una sobrerreacción, como ha sido señalado también por el señor Ministro de Hacienda.

Comenta el Consejero señor Desormeaux que a ello se agrega otra consideración que hace la Gerencia de División Estudios, que es la mayor volatilidad que ha afectado las últimas semanas a los mercados financieros internacionales, la que podría derivar en un menor dinamismo de la economía mundial, lo que a su vez podría hacer recomendable una trayectoria de normalización monetaria más gradual.

Pese a las consideraciones expuestas, el señor Consejero cree que el alza de 25 puntos base debe ser acompañada de un Comunicado que explicita un sesgo más marcado que en reuniones anteriores, de manera que no quepa duda que el Banco Central de Chile hará lo que sea necesario para mantener ancladas las expectativas de inflación en torno a su meta.

El Consejero señor Jorge Desormeaux vota en consecuencia, por un alza en 25 puntos base en la Tasa de Política Monetaria.

El Vicepresidente señor José De Gregorio señala en el último tiempo las noticias más importantes han ocurrido en el ámbito inflacionario, de modo que se concentrará en ello, ya que es muy importante evaluar las implicancias y el origen del inusual, indeseado e inesperado, al menos desde hace unos meses atrás, aumento de la inflación.

Las perspectivas de corto plazo son igualmente poco auspiciosas pues en el escenario más probable estaremos con inflaciones por encima del rango meta por varios meses. Las condiciones climáticas más recientes presentan un panorama aún más pesimista.

Señala el señor Vicepresidente que es posible argumentar que los altos registros de inflación son fundamentalmente causados por el aumento de precios de los alimentos, no todos, y de los combustibles y productos asociados. De hecho y tal como se señalara por la Gerencia de División Estudios, eliminando todos los componentes alimenticios y relacionados a energía, los registros actuales estarían en torno a 2%. Indica que esta evidencia reafirma que se está en un escenario en el cual no hay señales de aumentos excesivos de la inflación, pero que es un escenario ciertamente complejo, por lo que puede implicar sobre las perspectivas inflacionarias y el impacto en los desarrollos recientes en otros precios.

Comenta el Vicepresidente señor De Gregorio que dada la evolución de la actividad y la inflación no alimentos, no energía, no se observan presiones inflacionarias excesivas que provengan del cierre de brechas. Más aún, indica que es posible pensar que la caída del desempleo a niveles inesperadamente bajos, sin presiones salariales agregadas, sea



BANCO CENTRAL DE CHILE

una señal de un aumento transitorio de las brechas relevantes para la inflación. Agrega el señor Vicepresidente, que alternativamente a los rezagos en la relación empleo – salarios, podrían generarse potenciales presiones futuras aunque hoy eso solo se observaría en algunos sectores específicos.

Señala el señor Vicepresidente que es posible que los bajos aumentos de precios de bienes no alimento, no energía, sean resultado de una caída en su demanda, como resultado de aumentos del gasto en los bienes que han tenido elevados aumentos de precios, y que son además bienes con relativa baja de elasticidades de demanda, de modo que presiones que no se observan hoy podrían materializarse en el futuro, en la medida que los precios de los alimentos se normalice. Indica que lo anterior es menos probable en el caso de la energía.

Asimismo, manifiesta el señor Vicepresidente que lo anterior sugeriría que hay riesgos que se deben tomar en cuenta en nuestra decisión de hoy. Tal vez el mayor riesgo inflacionario que se presenta son los efectos de segunda vuelta. Agrega que estos efectos de segunda vuelta podrían tener su origen en dos fenómenos distintos: desanclaje de expectativas y transmisión a otros precios. Indica el señor De Gregorio que el desanclaje de expectativas se basaría en la idea que el Banco Central de Chile pierde credibilidad sobre sus metas. Al respecto, indica que las encuestas así como los datos del mercado financiero, no indican que esto esté ocurriendo. Además, en la medida que nuestras políticas sigan siendo coherentes con nuestra meta de inflación, y a su juicio, así como también por la evidencia, ese ha sido el caso, este desanclaje no es por ahora el principal riesgo de efecto de segunda vuelta. En cambio, señala que el otro efecto de segunda vuelta es que el aumento del IPC total se transmita al reajuste de otros precios en la economía y el más obvio son los salarios. Este es el riesgo que se enfrenta hoy, que los reajustes de precios futuros se comiencen a tornar incompatibles con la meta de inflación y es a su juicio la principal razón para aumentar la tasa de política monetaria en esta ocasión.

Expresa también el señor Vicepresidente que no encuentra que los argumentos para subir la tasa en 50 puntos base sean convincentes, en particular, dado que el escenario de alta inflación está muy concentrado en algunos bienes y la recomendación de alza de la política monetaria tiene que ver más con prevenir potenciales y no efectivos efectos de segunda vuelta.

Por lo anterior, el Vicepresidente señor José De Gregorio señala que su voto es por aumentar la tasa de política monetaria en 25 puntos base, lo que le parece coherente con el cumplimiento de nuestra meta de inflación dentro del horizonte de política.

El Presidente señor Vittorio Corbo agradece el análisis del *staff* y señala que el crecimiento de la economía mundial continúa robusto mientras que, como resultado del ajuste del mercado de créditos hipotecarios a clientes más riesgosos y el del mercado de la vivienda en los Estados Unidos de América, se incrementa la volatilidad de los mercados financieros internacionales y las condiciones crediticias se deterioran, con efectos en los mercados accionarios y de bonos. Indica que aunque la economía de Estados Unidos de América se expandió el segundo trimestre más de lo esperado, y que hay poca evidencia que los ajustes en las condiciones crediticias estén afectando el crecimiento, tanto de Estados Unidos de América como de la economía mundial, los riesgos de que esto suceda se han incrementado ahora que el ajuste crediticio se profundiza y se expande.

Comenta el Presidente señor Corbo que en la economía nacional, el crecimiento continúa robusto y por encima de lo proyectado en el último *IPoM*. Destaca el dinamismo del sector no-recursos naturales el cual está apoyado por un consumo que se mantiene dinámico y una inversión que continúa tomando dinamismo. El consumo se expande de la mano de un





## BANCO CENTRAL DE CHILE

sólido mercado laboral y favorables condiciones crediticias y la inversión se observa empujada por buenas perspectivas de crecimiento, escasas holguras de capacidad, buenas utilidades de las empresas y favorables condiciones financieras. Señala que como resultado de lo anterior, el nivel de producto se ubica en torno al producto de tendencia. En paralelo, continúa una sólida expansión del empleo y la tasa de desempleo corregida por estacionalidad sigue reduciéndose.

En lo que se refiere a la inflación en sus distintas medidas, el Presidente señor Corbo señala que está muy por encima de las proyecciones del último *IPoM*. Agrega que en el último mes, ésta continuó incrementándose, influenciada principalmente por aumentos de magnitud inusual en los precios de algunos alimentos, tanto perecibles como no perecibles. En particular, el componente alimentos no perecibles afecta no sólo la inflación del IPC sino que también la inflación del IPCX y del IPCX1. De hecho, una medida de inflación subyacente del IPC similar a la que se usa en Estados Unidos de América, que excluye del IPC todos los alimentos y los combustibles, muestra una desaceleración en 12 meses, alcanzando una variación anual bajo el 2% a julio. De otra parte, señala el Presidente señor Corbo que las distintas medidas de tendencia inflacionaria se incrementan y superan el 3%. Agrega que mismo tiempo, la inflación esperada de la encuesta de expectativas económica subió a 4,8% a diciembre de este año y a 3,5% en 12 meses. En paralelo, las proyecciones del Banco Central de Chile para los próximos meses también se revisan al alza. Menciona que en contraste, las distintas medidas de expectativas inflacionarias a horizontes más largos, basadas en precios financieros, están en torno al 3%. En este cuadro, la curva de rendimiento se empina en plazos más cortos, implicando una Tasa de Política Monetaria entre 6% y 6,25% en diciembre de este año.

Agrega el señor Presidente que en los últimos meses los riesgos a la estabilidad de precios han aumentado, como consecuencia de *shocks* de precios de alimentos y de precios de combustibles como por potenciales efectos de segunda vuelta en otros precios, salarios y expectativas de inflación. Estos últimos riesgos aumentan su probabilidad de ocurrencia ahora que el producto se ubica en torno al producto de tendencia y que se proyecta para los próximos trimestres un crecimiento del PIB superior al del PIB de tendencia. Indica que es por esto que la política monetaria necesita responder para evitar los potenciales efectos de segunda vuelta, un costoso desanclaje de las expectativas de inflación y, en último término, para mantener la inflación en torno a la meta.

Con todo y en circunstancias que la Tasa de Política Monetaria está por debajo de las distintas medidas de tasa neutral, señala el Presidente señor Corbo que lo apropiado es continuar retirando el estímulo monetario para mantener la inflación en torno al 3% en el horizonte de política y así facilitar el crecimiento sostenido a una tasa en torno a la del crecimiento de tendencia. Manifiesta el Presidente señor Corbo que en el escenario más probable, este proceso de normalización monetaria debiera continuar en los próximos meses.

Por lo anterior, el Presidente señor Vittorio Corbo señala que su voto también es por un aumento de 25 puntos base en la Tasa de Política Monetaria.

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

111-01-070809 – Tasa de Política Monetaria.

En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile por unanimidad acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base a 5,5% anual.

Comunicado

“En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base a 5,5% anual.

Esta decisión es necesaria para que la inflación proyectada en torno a dos años se ubique en 3%.

Si bien el escenario externo relevante para la economía chilena continúa positivo y la actividad económica mundial sigue dinámica, se ha observado un aumento de premios por riesgo, mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales y condiciones crediticias algo más restrictivas. Los precios del cobre y del petróleo se mantienen altos y el de la gasolina ha disminuido levemente. Los precios de varios productos alimenticios siguen elevados.

Más allá del desempeño de algunos sectores específicos, la información disponible sobre actividad confirma un importante dinamismo en el segundo trimestre, por encima de proyecciones previas y de su tendencia. La demanda interna habría crecido por sobre lo previsto, el empleo asalariado continúa aumentando y las condiciones financieras internas son aún favorables.

La inflación del IPC se ha elevado hasta casi 4%, muy por encima de lo proyectado en el *Informe de Política Monetaria* de mayo. Se ha profundizado el aumento de los precios de algunos alimentos no perecibles y de los combustibles, a lo que se han sumado alzas inusuales en los precios de varios productos perecibles, las que debieran ser en gran medida transitorias. El mayor precio de los alimentos no perecibles también ha incrementado la inflación subyacente IPCXI (que excluye combustibles, perecibles y algunos servicios regulados). Las medidas alternativas de la tendencia inflacionaria se ubican algo por sobre 3%, mientras que los costos laborales siguen contenidos. En este cuadro de mayor inflación por varios *shocks* de oferta, las expectativas de inflación de corto plazo han aumentado significativamente, aunque las de largo plazo permanecen en torno a 3%.

El Consejo estima que, en el escenario más probable, será necesario continuar aumentando la TPM en los próximos meses para que la inflación proyectada en el horizonte de política se mantenga en 3%. Como siempre, la evolución de la TPM dependerá de la nueva información que se acumule y de sus implicancias sobre la inflación proyectada. En particular, un cuadro de fuertes *shocks* de precios específicos requiere especial seguimiento tanto a la eventual propagación a otros precios, como a las expectativas de inflación de mediano y largo plazo.”



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 18.10 horas.

JOSÉ DE GREGORIO REBECO  
Vicepresidente

VITTORIO CORBO LIOI  
Presidente

MANUEL MARFÁN LEWIS  
Consejero

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ  
Consejero

ENRIQUE MARSHALL RIVERA  
Consejero

ANDRÉS VELASCO BRANES  
Ministro de Hacienda

MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI  
Ministro de Fe



## BANCO CENTRAL DE CHILE

### ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 113 celebrada el 13 de septiembre de 2007

---

En Santiago de Chile, a 13 de septiembre de 2007, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Vittorio Corbo Lioi y con la asistencia del Vicepresidente don José De Gregorio Rebeco y de los Consejeros don Jorge Desormeaux Jiménez, don Manuel Marfán Lewis y don Enrique Marshall Rivera.

Asiste el señor Ministro de Hacienda, don 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 Rodrigo Valdés Pulido;  
Gerente de División Política Financiera, don Pablo García Silva;  
Gerente de División Operaciones Financieras, don Esteban Jadresic Marinovic;  
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Igal Magendzo Weinberger;  
Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;  
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;  
Gerente de Mercados Financieros Nacionales, don Beltrán De Ramón Acevedo;  
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; y  
Secretario General, don Jorge Court Larenas.

El señor Presidente señala que al inicio de la Reunión de la tarde informará la fecha en que se realizará la sesión de Política Monetaria del mes de marzo de 2008.

El señor Presidente señala que, como es habitual, se dará inicio a la presentación del informe económico y financiero de la Gerencia de División Estudios, el cual será presentado en la parte internacional, por el Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann B. y, en la parte nacional, por el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Igal Magendzo W.

El Presidente señor Vittorio Corbo ofrece la palabra al Gerente don Sergio Lehmann Beresi, para que inicie la exposición.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann señala que los puntos destacados para el escenario internacional son los siguientes: en los mercados financieros internacionales persisten problemas de estrechez de liquidez y condiciones crediticias más ajustadas. Como reflejo de ello se han observado premios realmente altos para la tasa Libor y reiteradas inyecciones de liquidez por parte de bancos centrales de economías desarrolladas. La actividad ha comenzado a desacelerarse y encuestas de expectativas están recogiendo problemas en los mercados financieros. Por su parte, en Estados Unidos de América destaca la debilidad del



BANCO CENTRAL DE CHILE

mercado laboral dada a conocer durante este mes y ajustes del sector inmobiliario que se intensifican. En Japón, por su parte, se ha corregido la cifra de crecimiento a la baja para el segundo trimestre y eso también ha sesgado negativamente la percepción hacia el futuro. Lo anterior ha contribuido a la caída significativa de las tasas largas, esto es, en el último mes, 44 puntos base en Estados Unidos de América; 29 puntos base en la Zona Euro; y, 23 puntos base en Japón.

Asimismo señala el señor Lehmann que la información que se recoge a partir de bancos de inversión, da cuenta que se estaría materializando el riesgo a la baja contemplado en el *IPoM* para la expansión mundial lo que es especialmente significativo para el año 2008. Las perspectivas para la Tasa de Política Monetaria de economías desarrolladas apuntan a una caída al menos de 50 puntos base en Estados Unidos de América hacia el mes de diciembre de 2007, mientras que se diluyen los aumentos que se anticipaban para la Zona Euro durante este año y el próximo.

Por su parte, los precios de los *commodities* no reflejan de manera significativa perspectivas de menor crecimiento que pudiesen estar recogiendo a partir de las nuevas proyecciones de bancos de inversión, y contrariamente a eso destacan aumentos de los precios del trigo y del petróleo. Agrega el señor Gerente que en el caso particular del trigo, el aumento ha sido más menos de 30% en los últimos treinta días y 10 %, en el caso del petróleo.

En el caso de la Zona Euro también se observa un aumento importante en la tasa Libor tal como sucede en Estados Unidos de América, fluctuaciones importantes de la tasa interbancaria producto justamente de las inyecciones de liquidez, que han sido incluso más intensas.

Respecto a las tasas de interés de largo plazo, la tasa nominal en Estados Unidos de América se ha mostrado claramente hacia la baja, con una reducción de alrededor de 40 puntos base. La tasa real ha caído de manera relativamente parecida, y de hecho entonces la compensación inflacionaria cae 5 en 5. Es decir, no ha habido noticias por el lado inflacionario sino claramente asociadas a indicadores de actividad fundamentalmente que darían cuenta de una desaceleración importante hacia delante.

En el caso de la Zona Euro y Japón se observa que la tasa en euros y yenes ha estado cayendo. La volatilidad en los mercados ha tenido fluctuaciones y variabilidades, que tendió a reducirse en el margen, pero se mantienen en niveles relativamente altos. La volatilidad que se presenta a partir de los indicadores de bolsa S&P en Estados Unidos y el Bigs muestran la volatilidad que se recoge a partir de las bolsas de economías emergentes.

Respecto a tasas de interés local y premios soberanos, señala el Gerente señor Lehmann que se muestra una gráfica donde se observa la variación respecto al 19 de julio y respecto al 11 de septiembre, hace dos días atrás, donde se observa que las tasas de interés, en general, se han mantenido en los niveles tras el primer ajuste. En Argentina se observa un aumento de 500 puntos base. Indica que en todas estas economías más vulnerables los ajustes son más significativos, dando cuenta que una parte importante de estos países han servido de refugio para los inversionistas.

En referencia a los premios soberanos también se han mantenido en niveles elevados tras los ajustes y destaca especialmente el aumento en el *spread* argentino y en el caso de Chile donde tenemos un aumento relativamente ajustado si se compara con el resto de los países.

En el caso de bolsas y paridades, también los ajustes han persistido. Agrega que las referidas bolsas si bien han tendido a recuperarse en las últimas semanas, los ajustes son significativos respecto al 19 de julio. Indica que son importantes de todas formas, especialmente en países como Nueva Zelanda, Argentina y algunos países de Europa. En el caso de Chile, también el ajuste es a la baja, pero menor en torno a las cifras que se observan en la muestra que se presenta.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Respecto a paridades, señala el señor Lehmann que también las monedas muestran una situación más depreciada que la existente al 19 de julio del año en curso. Por su parte, para el caso de Chile esa información, probablemente, no recoge las cifras de los últimos días, y probablemente habría bajado.

Respecto a los premios por riesgo en Chile y en México, de manera comparativa, se observa que el *Credit Default Spread*, CDS, que es un *spread* que recoge percepciones de riesgo respecto de la tasa Libor, en cuanto a Chile, se encuentra en torno a 30 puntos base y se ha mantenido bastante estable desde aproximadamente el mes de agosto. El caso del *spread* chileno que es el total, el que incluye bonos de Codelco y bonos de Gobierno se observa que efectivamente ha aumentado y a esta fecha, de acuerdo al EMBI se encuentra en torno a 125 puntos base, aproximadamente. El bono o *spread* de Chile, excluyendo los bonos de Codelco, muestra una caída hacia el final, en torno a algo menos de 90 puntos base.

El Gerente señor Lehmann da cuenta de lo que ha sido la evolución de las tasas de política monetaria en distintas economías, desde junio al 11 de septiembre de este año y adicionalmente, se presenta en primer lugar cuál es la proyección respecto a la tasa de política monetaria a diciembre de este año, versus la proyección que se tenía hace más menos un mes atrás, el 10 de agosto, también a diciembre de este año. Agrega que para estos efectos, se utiliza en el caso de Estados Unidos de América opciones que dan cuenta de cambios en puntos de inflexión, de mejor manera que los futuros. En el caso de Europa se están utilizando futuros, y en general lo que se observa particularmente en las economías desarrolladas, es la existencia de ajustes hacia la baja en las expectativas de tasa de política monetaria.

Respecto a indicadores de actividad, en el caso de Estados Unidos de América se observa que predominan los indicadores más bien débiles, particularmente asociados al sector construcción, inmobiliario, viviendas, permisos de construcción, ventas de casa y otros. Agrega que también se dispone de algunas cifras negativas por el lado del consumo personal nominal, el ISM manufacturero e igualmente, pero más bien vinculado a los mercados financieros, cifras de morosidad en hipotecas que fueron más altas en agosto de lo que se observaba el mes anterior y también, muy importante por los efectos que tuvo en los mercados financieros y en la creación de cuatro mil empleos versus lo esperado que era cien mil y lo anterior que era de sesenta y ocho mil.

En términos de lo que se espera hacia delante se observa que la confianza de los consumidores se ha ido resintiendo, particularmente, en Estados Unidos de América y eso se recoge en indicadores de la Universidad de Michigan que se encuentran algo más adelantados que aquél que establece el *Conference Board*, que tiene una correlación relativamente alta con el consumo personal lo que da cuenta de la posibilidad cierta de que éste tienda a desacelerarse más pronunciadamente durante los próximos trimestres.

Por otra parte, también se observa cómo en distintas situaciones de turbulencia ha reaccionado el Indicador de Confianza de Consumidores, que en algunos casos tiende a retrasar la caída y ello podría anticipar caídas adicionales en el Indicador de Confianza de la Universidad de Michigan y por lo tanto, un resentimiento mayor en el consumo.

Señala el señor Lehmann que respecto a expectativas hacia futuro, se observa la evolución que ha tenido el PIB y hacia delante la proyección basada en *Consensus Economic Forecast* y los bancos de inversión, sugieren un escenario base de expansión, no obstante esto es a partir del Indicador *Wright* de probabilidades de recesión. Agrega que la probabilidad de recesión en Estados Unidos de América se ha incrementado, mirando tres trimestres hacia delante y actualmente se sitúa en torno a 30%. De allí la preocupación de algunos analistas de escenarios que dan cuenta de esta posibilidad.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Comenta el señor Lehmann que respecto a presiones inflacionarias, se observa que los costos laborales unitarios, que son variaciones en doce meses están casi en torno al 5%. Sin embargo el dato marginal trimestre a trimestre anualizado está más bien en 1,5% lo que podría dar cuenta que aún la posibilidad de presión inflacionaria se mantiene, no obstante, que las holguras de capacidad todavía están ajustadas y podrían ampliarse en la medida que la economía en Estados Unidos de América se desacelere. Por otra parte, señala que los indicadores de precios se han mantenido relativamente estables. El IPC, que de hecho ha tendido a caer en el margen, presenta variaciones en doce meses, y el *PCE Core* subyacente se mantiene en 1,9%.

Con respecto a la Zona Euro, señala el señor Lehmann que en general los indicadores han estado en línea con lo anticipado. Sin embargo la mayor parte de éstos, incluyendo los reportados en agosto, no recogen aún los indicadores asociados o percepciones asociadas a las turbulencias financieras. Por tanto, probablemente hacia adelante se empiecen a observar indicadores más bien negativos, es decir, noticias que den cuenta de una desaceleración de la actividad. De hecho Alemania ya empieza a recoger justamente eso, a partir del Indicador de Sentimiento Económico. En línea con ello, en términos que la economía europea podría desacelerarse, el dato del segundo trimestre fue más bajo de lo anticipado. El Sentimiento Económico todavía no recoge las turbulencias, pero debería mostrar también una caída hacia adelante y por tanto una desaceleración.

En Japón los indicadores han sido más bien negativos. El PIB del segundo trimestre fue menos 1,2% versus un valor esperado de menos 0,7% y un previo de 0,5%. En consecuencia, los indicadores respecto a Japón son más bien negativos, con una desaceleración en la actividad y también con percepciones de inversión que tiende a desacelerarse.

En cuanto a las proyecciones para el crecimiento mundial, señala que no representan un cambio significativo respecto a *Consensus Economic Forecast*. Para el año 2008 los bancos de inversión observan respecto al escenario que teníamos en el *IPoM* una situación bastante más desacelerada, dos décimas respecto del mundo, y tres décimas ponderado por socios comerciales.

En general, destaca la Zona Euro más desacelerada, con un crecimiento más bajo y también en Estados Unidos de América. Agrega que para tener una mirada más detenida de lo que los bancos de inversión han estado realizando, comenta lo que han hecho *JPMorgan*, *Deutsche Bank*, *Lehmann Brothers* para 2007 y 2008, en donde se observan ajustes más bien negativos, particularmente, *Lehmann Brothers* en el caso de 2007, también *JPMorgan*, especialmente para la Zona Euro y predominan de manera algo más fuerte los ajustes hacia la baja hacia el 2008, tal como estaba anunciado. Indica el señor Lehmann que ello hace prever que el escenario de crecimiento del *IPoM* va a ajustarse más bien hacia la baja y por tanto, se estaría materializando el escenario de menor crecimiento, menor extensión de lo que se observaba en el *IPoM* y que se presentaba de hecho como un riesgo.

El Gerente señor Lehmann señala que respecto a algunos precios de *commodities*, se observa la evolución que ha tenido el precio del petróleo BTI, que está alrededor de US\$ 80. Agrega que tras estos datos se da cuenta de la existencia de un mercado más estrecho lo que se ha reflejado en precios más altos y adicionalmente, ha influido el desarrollo del huracán Humberto que también representa un riesgo para las plataformas petroleras. Señala que probablemente el efecto de este huracán ha sido más importante sobre el precio del petróleo que el de la gasolina, ya que este último en los mercados internacionales subió un 5%, porque tres refinerías debieron cerrar producto de los riesgos asociados a este huracán.

Respecto al precio del trigo señala el señor Lehmann que éste subió un 30%. En el caso del maíz, no ha habido cambios significativos.

Para efectos de proyecciones, señala que la de la Reunión de Política Monetaria de agosto pasada es la misma de septiembre e igual que la del *IPoM*.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Presidente señor Vittorio Corbo consulta por qué la prensa ha informado que el *spread* de México está más bajo que el de Chile.

El Gerente de Análisis Internacional señor Lehmann señala que el *spread* de México que reporta *JPMorgan*, EMBI México, es el que aparece en el gráfico, esto es, 135 puntos base. Dentro del EMBI el 40% de los bonos son PEMEX.

El Gerente de Mercados Financieros Nacionales señor Beltrán De Ramón indica que revisó los comentarios sobre este tema y complementando lo expresado por el señor Ministro de Hacienda en el Diario Financiero, puede concluir que el tema actual es que tener liquidez en el mercado internacional representa un valor. Agrega que dado lo anterior, los inversionistas prefieren adquirir el bono mexicano, que el más conocido vence el año 2017 que es por mil millones de dólares, versus el bono del Gobierno chileno que ya tiene su tiempo, que se transa poco y en general, está en poder de inversionistas locales. Indica que a pesar de estos cambios metodológicos dichos bonos están más o menos a la par. Sin embargo, mirando los créditos que no requieren liquidez, ahí se observa la diferencia de 50 puntos base y en atención a que hay liquidez mundial, cree el señor De Ramón que esa es la verdadera diferencia entre el riesgo de Chile y el de México.

El Consejero señor Manuel Marfán agrega que tiene la impresión que para Chile el verdadero riesgo soberano es Codelco, y que en México se hace una diferencia de riesgo soberano con o sin PEMEX. Es decir, el verdadero riesgo de México debiera ser sin PEMEX, solo para efectos de comparar con índices similares. Comenta el Consejero señor Marfán que desconoce si efectivamente los CDS excluyen o no a las empresas públicas. El Gerente de División Estudios señor Valdés señala que para efectos de aclarar el punto, el CDS es un contrato de crédito, es decir un seguro.

El Vicepresidente señor José De Gregorio consulta, para fines de aclaración cuáles son las características del bono de Codelco respecto al plazo, ya que más allá de que pueda haber o no alguna probabilidad de *default* sería interesante conocer sus modalidades.

El Gerente señor Lehmann señala que actualmente los bonos de Codelco son a más largo plazo que los bonos del Gobierno de Chile. En efecto, el bono chileno de más largo plazo vence en seis años más y por ejemplo recientemente Codelco emitió un bono a diez años.

El Vicepresidente señor José De Gregorio consulta si efectivamente hubiera una brecha muy grande por liquidez entre crédito *default swap*, y los bonos del Tesoro chileno, éstos estarían algo más bajos y sería un buen momento para adquirirlos.

El Consejero señor Enrique Marshall comenta que entiende que los CDS se aplican no solo a los títulos del Tesoro sino que también a las transacciones en general. En consecuencia, una operación con una empresa podría afectarse también, ya que pasa a constituir una especie de garantía. Es decir, si el Estado entra en *default* ello tiene implicancias para las empresas y eso está cubierto como riesgo. Agrega el señor Consejero que desde el punto de vista de las tasas Libor y CDS, éstas reflejan de mejor modo la situación que enfrenta el conjunto de la economía. Indica que la tasa más relevante para las empresas es la tasa Libor, ya que ahí se encuentra la mayor parte de los contratos, de las operaciones y de los créditos de los bancos, de manera que eso es lo que debiera ser observado con mayor detención. Por su parte, la evolución de estos *spreads* depende





BANCO CENTRAL DE CHILE

también, en buena medida, de la tasa de referencia, porque a pesar que la Libor ha subido, no es extraño que una esté bastante plana y que en cambio la otra suba porque la referencia, que es la tasa del Tesoro, ha bajado.

El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés señala que existe un tema adicional al mencionado por el Gerente señor Lehmann, y es que Codelco emitió hace algún tiempo un bono que todavía no se considera en los cálculos del EMBI en consideración a que demora un tiempo para ello. Agrega que de hecho ni siquiera está el ticket en *Bloomberg* para efectuar un seguimiento, pero todo hace pensar que podría tener un *spread* de 150 puntos base, como el resto de los títulos de Codelco. Por lo tanto, cuando se incluya habrá comunicacionalmente un alza en el *spread* completamente predecible y explicable. Y en consecuencia esto último le parece importante, lo que es labor del Ministerio de Hacienda difundirlo.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco señala que en relación a este tema, cree que se trata del típico caso en que la realidad es más compleja de lo que los medios de prensa pueden asimilar. Agrega que, en su opinión, se presentan cuatro sutilezas que no se han mencionado. Una, es si estas cifras se obtienen con empresas públicas o sin ellas. Dos, el tema de la liquidez, que lo distorsiona todo. Tres, cuál sería la medida correcta, esto es, si es el precio del bono o el precio del CDS; y, cuatro, lo que acaba de señalar el señor Gerente de División Estudios, es decir si es con empresas públicas, la composición relativa entre empresas públicas y las que no lo son, que cambia en el tiempo, y por lo tanto, también se modifican los *spreads*. Agrega que nada de eso está en el debate público que se ha observado. Indica que existe un quinto problema que ni siquiera lo reporta el EMBI, más allá de las complicaciones de si está bien informado o no. Indica el señor Ministro que más allá de reiterar lo que se ha dicho, le parece que todos los que están presentes en esta Sesión podrían ayudar en la docencia respecto a este punto, ya que existe confusión y desinformación.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que tiene la impresión que si lo que se quiere medir verdaderamente es el riesgo país, lo que más se acerca a ello es el índice CDS, ya que no está influenciado por ninguna de las complejidades que el señor Ministro ha señalado. Por consiguiente, cree que comunicacionalmente o quizás la parte pedagógica que habría que explicar, son más bien todas las diferencias que implican aceptar un indicador y convencer a los analistas, para que éstos ayuden a entender este indicador.

El Vicepresidente señor José De Gregorio señala que le parece útil este tipo de análisis, de manera que por transparencia debería estar en la Minuta de la Sesión que se publicará y en los antecedentes de la misma.

El Gerente de División Política Financiera señor Pablo García indica que quiere manifestar una opinión algo distinta a lo que ha sido esta discusión. Le parece que si algo revela este episodio es lo complicado que es tratar de sintetizar en una cifra una realidad que es mucho más compleja. Agrega que discutir cuál es el verdadero indicador en este momento, pone al Banco Central de Chile en una disyuntiva comunicacional, que el día de mañana podría perjudicarlo. Señala que más aún también se podría enfatizar que el hecho que México esté con *spreads* tan bajos sería reflejo de que hay una discusión de consolidación fiscal en ese país que es sustancial y eso constituye un reflejo de la realidad. En consecuencia, discutir si el país está en primer o segundo lugar, le da la impresión que mecaniza de alguna manera el tema y no ayuda en la parte educacional, que es justamente por que se tiene finanzas públicas extraordinariamente sólidas y eso se puede medir de diversas formas y el diagnóstico sigue siendo válido.



El Gerente de División Operaciones Financieras señor Esteban Jadresic comenta que el punto que ha planteado el Gerente de División Política Financiera le parece interesante, ya que él quiere hacer el punto "contrario del contrario". Agrega que en línea con lo que señaló el Gerente señor De Ramón y también el Consejero señor Marfán, lo que le preocupa tiene que ver con un tema de liquidez y en ese sentido estima que el indicador más correcto es el *credit default swap*, ya que actualmente el problema de liquidez se concentra y tiene más bien las características de un seguro. El típico indicador de *credit default swap* está medido respecto a la tasa Libor. No es lo que habitualmente se utiliza, y si uno lo convierte respecto a precios, que es el estándar para medir riesgo país, lo que se observa es que al día 11 de septiembre ese índice para Chile, respecto a los Bonos del Tesoro, estaba en 96 puntos base, y en el caso de México, que es la comparación, estaba en 148 puntos base, que constituyen números bastante más en línea con lo que se apreciaba en el pasado cuando no se presentaban los problemas de liquidez que se están observando actualmente.

El Consejero señor Manuel Marfán comenta que una cosa es cómo nos vemos y otra es cómo nos ven los otros, que ojalá coincidieran. Agrega que al final los mercados financieros dependen mucho de la imagen que se proyecte y a lo mejor se podría decir que tenemos las mejores cuentas fiscales del mundo y el ranking número uno de bancos centrales, pero si el mercado piensa que somos riesgosos, eso va a resaltar de todas maneras. Indica el señor Consejero que su impresión es que se necesita un indicador y hacer el seguimiento de cómo nos ven. Por su parte, cree que en la parte pedagógica se sabe que los fundamentales son los que hacen converger esto, en definitiva, a algo común.

El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés interviene sólo para reafirmar que el CDS constituye actualmente un mejor estándar en el mercado que el EMBI, para seguimiento del riesgo país. Agrega que le asisten dos dudas. Una, si nuestro CDS tiene o no liquidez suficiente porque también podría ser que Chile es tan pequeño que esto sea una punta que no se mueve, simplemente porque no se transa. La otra duda es que para asuntos cambiarios exclusivamente, tiende a pensar que importa más la tasa y ésta se contamina con liquidez, porque los arbitrajes se van a efectuar justamente con *forward*, que están haciendo diferenciales de tasa, y no solo con concepto de riesgo soberano. Entonces, el señor Valdés se pregunta si acaso el riesgo soberano es el mejor indicador, concluyendo que sin duda lo es, pero resulta insuficiente para dar cuenta de las presiones eventuales que se puedan producir en el mercado.

Para enfatizar este punto el señor Ministro de Hacienda señala que las estadísticas no son buenas ni malas. Son buenas para algo y malas para otra cosa y la pregunta que importa es para qué sirven. Agrega, que si existe preocupación por el tipo de cambio, lo que el Gerente de División señor Valdés ha dicho es cierto; y si se está preocupado de la liquidez, lo que el Gerente señor De Ramón ha señalado también es cierto. Sin embargo, lo que él entiende es que el gráfico que se ha presentado y esta discusión tiene que ver con la palabra que se llama riesgo y si el foco es el riesgo, cree que no cabe ninguna duda más allá de la liquidez del CDS, que esto es lo importante. Termina diciendo que las personas que integran esta Reunión se esmeran mucho en que la comunicación de la política monetaria sea precisa y vaya en la línea correcta. Agrega que él comparte ese sesgo, y piensa que es igualmente importante que esmerarse en la comunicación de estas otras dimensiones que hoy se vuelven especialmente visibles.

El Vicepresidente señor José De Gregorio estima que en materia comunicacional hay que ser muy cuidadoso cuando se empieza a subir a estos procesos de cambios de cifras porque se tiene que ser coherente con que en los *IPoM* siempre se muestra el EMBI y de repente, se saca un dato y después saca el otro, y eso cree que resta algo de seriedad. Señala que lo que él diría es simplemente una cosa que es evidente. Si hay una oportunidad en la que se tiene que hablar de riesgo, se debería educar y decir claramente cómo es y cómo son las comparaciones. En todo



BANCO CENTRAL DE CHILE

caso, este gráfico que ha ocupado parte importante de la Reunión de Política Monetaria debiera estar claramente contenido en la Minuta de esta Sesión. Finalmente, agrega el señor Vicepresidente que, en su opinión, este es el paso comunicacional de mayor transparencia sobre el tema.

El Presidente señor Vittorio Corbo comenta que este tema se pondrá en la Minuta de esta Sesión y también se efectuará una revisión de cuáles son los estándares internacionales existentes en esta materia, para que sirva de apoyo cuando se plantee en otra oportunidad.

El Consejero señor Enrique Marshall comenta que también debe incluirse algo de lo señalado en este análisis, en el sentido de tener mayor conocimiento respecto a la profundidad del mercado de los CDS.

El Consejero señor Manuel Marfán consulta porqué la tasa de interés Libor está subiendo, en circunstancia que las tasas de los instrumentos más seguros debieran caer y subir la de los más riesgosos. Señala el Consejero señor Marfán que esta situación no es producto del *fly to safety* sino más bien de otras explicaciones principalmente de problemas de liquidez.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Esteban Jadresic señala que, en su opinión, en este tema hay elementos fundamentales, como por ejemplo un aumento de la demanda por liquidez que está siendo satisfecha por los bancos centrales a nivel diario, pero a un plazo algo más largo, que no se satisfacen de la misma manera y ello presiona las tasas. Agrega que esta demanda de liquidez por parte de los bancos y la reticencia de otros a prestar, tiene un aspecto a considerar, que es la percepción de los riesgos de crédito de las contrapartes de los otros bancos, porque tienen carteras que están expuestas en particular a posiciones en instrumentos que han estado castigados y sobre los cuales existen dudas respecto a su recuperación y cuál es la valorización efectiva. También porque esos bancos, aparte del riesgo crediticio, enfrentan riesgos al prestarle a otros. A ellos les aumenta la demanda por liquidez para poder enfrentar necesidades que ya se les han presentado por sus propias exposiciones a estos vehículos especiales de inversión.

El Gerente de División Política Financiera señor Pablo García señala la presión que ha habido por parte del mercado hacia los bancos centrales para que efectúen o implementen política monetaria a plazos más largos que a un día, por ejemplo a tres meses. Agrega que de esta manera la tasa a tres meses eliminaría el riesgo a ese plazo, porque el banco estaría comprometido en inyectar toda la liquidez necesaria para fijarla en el nivel que determine su objetivo.

El Gerente de División señor Jadresic agrega a lo señalado por el Gerente de División señor García, que el Banco Central Europeo ha tenido una reacción en ese sentido, en términos de dar liquidez excepcionalmente en plazos algo más largos. Agrega que no sucede así en el caso de la Reserva Federal de Nueva York. Indica que en el caso del Banco Central Europeo no existe certeza que esa práctica tenga efectivamente un impacto, porque el monto de operaciones en los plazos a tres meses son tan elevadas en el mercado, que cualquiera de éstas es una parte muy pequeña del total.

El Consejero señor Jorge Desormeaux quiere plantear que el escenario de proyecciones que se observa es bastante positivo, virtualmente dos o tres décimas de menor crecimiento, cuando las tasas de crecimiento de los años previos son las más altas en mucho tiempo, lo que constituye un cambio marginal. Pero indudablemente hay un escenario alternativo



BANCO CENTRAL DE CHILE

presentado, y por eso se está en presencia de una especie de escenario bimodal, en que junto a nuestro escenario base coexiste un escenario alternativo más perverso. Agrega que en la próxima reunión, las proyecciones deberían corregirse algo hacia la baja y podría crecer la probabilidad de un escenario que contemple una recesión en los Estados Unidos de América. Agrega que los precios de las viviendas en Estados Unidos de América prácticamente no han caído, pero algunos analistas serios han planteado que los precios de estas podrían bajar hasta en un 50%, de manera que simplemente quiere llamar la atención con respecto a que el actual escenario podría ser desplazado por uno más adverso en el futuro.

El Presidente señor Vittorio Corbo señala que en la reunión del BIS del día lunes en la cual también participó el Presidente de la Reserva Federal señor Ben Bernanke, se mencionó que aún es algo prematuro para ver esta situación. En todo caso, lo que se puede observar es que en Estados Unidos de América habrá una revisión a la baja por la construcción, que se está profundizando. Por otra parte, la revisión crediticia se ha ido intensificando y también el hecho de que lo más probable es que hacia el futuro se va a presentar un efecto en el consumo privado de ajuste en el precio de la vivienda.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que comparte lo que se ha señalado. Agrega que le parece que hay que considerar también que un elemento que refuerza este escenario algo más optimista es la situación de los bancos, que sigue siendo relativamente confortable, en el sentido que la liquidez se encuentra en éstos y que el problema se encuentra radicado en otros sectores del mercado. En relación con el tema de la solvencia, que aún en un escenario ultra pesimista en que hubiese que efectuar castigos, el impacto en los bancos no sería más allá de lo que se percibe, no se sabe si es medio o un punto porcentual, en términos de Basilea, lo que permite dimensionar la situación actual con respecto a crisis anteriores, en las cuales los bancos perdieron totalmente sus capitales.

El Vicepresidente señor José De Gregorio señala que si bien en este escenario actual existen riesgos, no se puede descartar que esta facilidad de liquidez no pueda estar escondiendo o postergando ajustes de activos mucho más fuertes. Cree que esta rapidez de provisión de liquidez no es menor en términos de lo que ha sido la recuperación de precios de activos, que se ha pensado que hay una percepción de que pueden estar algo sobredimensionados y que esto puede postergar una situación algo más severa. Agrega que en su opinión, se está en un escenario en el cual hay bastantes ajustes y lo que pase en las economías emergentes se observa bastante acotado, pero que todavía no se habría presentado lo peor y, en parte, porque se ha postergado por problemas futuros no menores.

A continuación, el Presidente señor Vittorio Corbo ofrece la palabra al Gerente de Análisis Macroeconómico, don Igal Magendzo Weinberger, para que presente la exposición sobre la parte nacional.

El Gerente señor Magendzo señala que en Chile, las expectativas de mercado para el curso de la política monetaria de los próximos meses, siguen mayormente ligadas a la evolución del escenario de inflación. Agrega que respecto de la reunión anterior y luego de la publicación del *IPoM* y de los datos de inflación del mes de agosto, se han reafirmado las expectativas de al menos dos nuevos aumentos de la Tasa de Política Monetaria de 25 puntos base antes de fines del año 2007. Para el año 2008, también consideran que se verificaría un aumento adicional de 25 puntos base. Por otra parte, los datos del mes de agosto mostraron que los agregados de crédito y dinero continúan creciendo a tasas altas, mientras las tasas de interés que los bancos cobran en las operaciones al público muestran leves caídas. En el caso de los créditos de consumo se prevén alzas y en los créditos a empresas y de vivienda algo más moderadas. Indica el señor Magendzo que de acuerdo con información definitiva del mes de agosto y preliminar de septiembre, los *spreads*



BANCO CENTRAL DE CHILE

de los bonos corporativos muestran cierta evolución al alza, aunque continúan en niveles comparables con los del período 2004-2006, por tanto, siguen configurando un escenario favorable para su emisión. Agrega que persisten así, condiciones financieras internas que favorecen el crecimiento de la demanda interna, a pesar de las turbulencias externas.

El Gerente de Análisis Macroeconómico indica que el tipo de cambio nominal, aunque ha tenido una volatilidad algo mayor que la habitual por las turbulencias en el mercado financiero internacional, se ubica en niveles menores respecto de lo que se observaba al momento de la publicación del *IPoM*, lo que también se aprecia en sus medidas multilaterales. Menciona el señor Gerente, que esta situación se ha intensificado en el últimos dos días, lo que es coherente con expectativas de recortes mayores en las tasas de interés en Estados Unidos de América. Señala que el tipo de cambio real, por su parte, muestra una leve caída de su nivel en los últimos datos, desde casi 95 en el mes de mayo a cerca de 93 en agosto, principalmente vinculada a la mayor inflación interna que se ha observado en los últimos meses.

Hace presente también, que el crecimiento de la actividad y de los indicadores de demanda del mes de julio fue menor que lo observado en meses previos y que lo anticipado en el escenario base del *IPoM*. No obstante, señala que la volatilidad de esta información es alta, especialmente considerando el efecto calendario. Todo ello lleva a que la información del mes de julio no sea suficiente para modificar el escenario base de crecimiento anual incluido en el *IPoM* del mes de septiembre, aunque ratifica la evaluación que el balance de riesgos para la actividad está sesgado a la baja. Así, los indicadores de actividad y demanda del mes de julio mostraron tasas de crecimiento anual menores que las de meses anteriores, en parte por el desempeño de sectores específicos tales como minería y electricidad, gas y agua, EGA, y por efectos calendario. Agrega que en el mes de julio el Imacec aumentó 4,0% anual, 4,6% corregido por efecto calendario, que constituye el menor crecimiento del año. Indica que el menor número de días hábiles continuará afectando a la actividad en el curso del tercer trimestre, en particular por el feriado que se decretó para el día 17 de septiembre del año en curso.

Señala el señor Madgenzo, que los indicadores de consumo también mostraron en el mes de julio tasas de variación anual menores que las de meses anteriores, tanto en su componente durable como habitual. Agrega que al mismo tiempo, las percepciones de los consumidores siguen deteriorándose, llegando al menor nivel del año. Señala que no obstante, los datos del mes de agosto de las importaciones de bienes de consumo indican un crecimiento significativo en sus valores de un 27%. Por su parte, los indicadores de inversión mantuvieron su dinamismo y los indicadores de edificación, IMACON, permanecieron con un crecimiento anual similar al exhibido en los últimos meses, de 5,4%, mientras las colocaciones hipotecarias siguen dinámicas. La variación anual de las ventas de viviendas nuevas informadas por la Cámara Chilena de la Construcción volvió a ser negativa en el mes de julio, de menos 14,9% y menos 15,6% el mes anterior, con lo cual los meses para agotar stock aumentaron de 17,7% a 18,3%. Por otra parte, en el mes de agosto las importaciones de bienes de capital alcanzaron niveles nominales históricos —según la Compilación de Referencia 2003, CdeR—, llegando a US\$ 638 millones y con tasas de incremento anual del orden de 27%.

Por el lado de la actividad sectorial, el señor Magendzo indica que coherente con el bajo crecimiento del consumo en el mes de julio, se apreció un moderado incremento de la actividad del comercio. A su vez, la industria, afectada en parte por las restricciones de gas natural en la producción de metanol y la menor cantidad de días hábiles, creció a una tasa anual también menor que la de meses anteriores. En la actividad sectorial, también incidieron negativamente los sectores de recursos naturales. Menciona que como ha sido lo habitual durante este año, el valor agregado de la generación eléctrica aportó negativamente al Imacec, a lo que se sumó la caída en la producción minera, determinada en parte por los conflictos laborales de empresas del sector. Por el lado del comercio exterior, a los ya comentados incrementos de las importaciones de bienes de consumo y de capital, se sumó un bajo crecimiento de las exportaciones, especialmente mineras.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

Por otra parte, el señor Gerente de Análisis Macroeconómico menciona que los datos del mercado laboral del mes de julio continuaron mostrando un crecimiento importante del empleo en términos anuales de 3,2%, con un empleo asalariado que siguió registrando tasas de incremento en torno a 5% anual. Indica que la tasa de desempleo nacional, eliminada estacionalidad, se ubicó en 6,5%, más 0,3 punto porcentual respecto del mes previo y sigue por debajo de varias estimaciones para su valor, coherente con la estabilidad de precios.

Asimismo, comenta el señor Magendzo que el crecimiento anual y la velocidad de expansión de las distintas medidas de salarios nominales registraron un incremento significativo en el mes de julio. El incremento anual del costo de la mano de obra subió a 5,7%, 4,7% en junio y, el crecimiento del IREM llegó a 8,1% anual, 6,7% en junio, ampliándose la brecha entre ambos. Señala que con un dato adicional no se puede precisar con exactitud cuánto del aumento de los salarios responde a la indización esperable, en atención a los niveles que ha alcanzado la inflación en lo más reciente y cuánto de ello pudiera responder a un traspaso mayor que lo habitual de este mismo fenómeno. Sin embargo, los CLU en el último registro estarían creciendo algo más que la indexación habitual, aunque todavía dentro de rangos coherentes con la meta de inflación. En el caso del los IREM, este crecimiento es mucho mayor.

Hace presente el señor Gerente de Análisis Macroeconómico que en el mes de agosto nuevamente se registró un alto incremento mensual de la inflación, destacando, una vez más, el aumento en los precios de los alimentos perecibles y no perecibles. Menciona que el IPC tuvo un incremento mensual de 1,1%, 4,7% anual, mientras los indicadores de inflación subyacente —IPCX e IPCX1— aumentaron 0,8%, 4,2% anual y 0,7%, 5% anual, respectivamente. Agrega que el escenario base del *IPoM* de septiembre incorporaba para el mes de agosto una inflación mensual mayor que las proyecciones de mercado, pero, aun así, algo menor que el dato efectivo. Señala que las velocidades de expansión de los tres indicadores continuaron aumentando, ubicándose sobre 7% en el caso del IPCX1. Asimismo, las medidas de tendencia inflacionaria registraron importantes aumentos, ubicándose sobre 4% anual las medias podadas por subgrupos y por artículos y, en 3,2% la medida que poda los componentes más volátiles. Por su parte, la medición del IPC que excluye los precios de la energía y los alimentos, continúa anotando incrementos anuales inferiores a 2%, mientras que el IPCX1, sin alimentos, creció 2,6% anual, levemente por encima del promedio del año 2006 que fue 2,5%.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señala que las expectativas de inflación de corto plazo del sector privado apuntan a una inflación al mes de diciembre de este año, marginalmente mayor que las proyecciones internas y se mantienen cerca de 3% para el horizonte de largo plazo. Hace presente que según la Encuesta de Expectativas Económicas de septiembre la inflación se ubicaría en 5,7% anual, 4,8% en el mes de agosto. Señala que a un plazo mayor, también alineado con el escenario base del *IPoM*, las expectativas de inflación, incorporando la transitoriedad de los *shocks* de precios actuales, se mantienen en 3,5% y 3% a uno y dos años plazo, respectivamente.

Asimismo, el señor Magendzo señala que por su lado, la encuesta a los operadores de mesas de dinero prevé una inflación a un año de 3,7%, 3,5% en agosto, proyección que a dos años se mantiene en 3,2%, 3,15% en el mes de agosto. Agrega que las medidas indirectas de expectativas de inflación que se derivan de los precios de los activos financieros presentan movimientos mixtos. La compensación inflacionaria de 1 en 1 disminuye, contemplando una inflación de 3,18%, 3,60% en el mes de agosto. Menciona que a mayor plazo, en cambio, muestran aumentos de distinta magnitud. La de 3 en 2 se ubica en 3,71%, 3,43% en agosto y la de 5 en 5 en 3,23%, 3,20% en agosto. No obstante las desviaciones de la inflación respecto de su valor esperado, los niveles de las expectativas no son diferentes a los valores que han alcanzado en períodos de inflación elevada. Finalmente, señala que los indicadores de expectativas de inflación en base a encuestas a consumidores y empresarios, IPEC e IMCE, también presentan alzas en la inflación esperada para los próximos 12 meses.



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

El Gerente de Mercados Financieros Nacionales, señor Beltrán De Ramón señala que existe escasez de dólares spot y ello es producto de dos elementos. Por un lado, las AFP retiraron alrededor de tres mil millones de dólares, situación que en estos momentos ya se detuvo, y por otro lado, indica que ha observado que las líneas con los corresponsales están algo más lentas y más caras, 10 ó 20 puntos más caras. Agrega que lo que ha ocurrido es que los dólares que antes se destinaban para reserva técnica, en esta ocasión se usaron para financiar este tipo de operaciones. En consecuencia, hay un primer efecto importante y es la liquidez local, a la que se ha demandado más dinero para hacer reserva técnica, más pesos y por lo tanto la tasa interbancaria está más ajustada y ha habido más dificultad para anclar la Tasa de Política Monetaria. Este efecto ya se completó y a futuro solamente tiene que mejorar porque la reserva técnica va disminuyendo por la gradualidad.

Señala el señor De Ramón que un segundo efecto que es algo más complejo, lo constituye el aumento de la tasa en dólares local, que en los gráficos que se muestran está en 100 puntos base y que incluso podría llegar hasta 200 puntos base, hasta que les sea conveniente pagar el impuesto de timbres y estampillas y traer los dólares, lo que ha significado es que agentes exportadores medianos que se endeudan en dólares en Chile, están dejando de preferir endeudarse en esa moneda para hacerlo en moneda nacional. En consecuencia, señala el señor De Ramón, se produce una demanda de dinero y, por lo tanto, en las tasas de 3, 6 a 12 meses también se ha percibido una leve alza que se podría profundizar en los próximos días y eso sí podría tener un efecto macro que no se había considerado.

El Gerente de División Operaciones Financieras, señala que una de las explicaciones respecto al *spread* tiene que ver con que son las AFP las que han estado invirtiendo y demandando dólares spot. Agrega, que ello no tiene efecto en el mercado cambiario porque esos dólares vuelven después al mercado *wall forward*. Sin embargo, esta situación ha presionado las tasas de interés del mercado spot en donde faltan dólares.

El Consejero señor Manuel Marfán consulta por qué si aumenta la demanda por dólares spot el tipo de cambio está cayendo cuando debiera subir.

El señor Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco comenta que quiere hacer una pregunta de otro modo. Señala que el Gerente de División Operaciones Financieras Esteban Jadresic dio una respuesta en el sentido que antes de la aprobación de la Ley sobre Inversiones de AFP en el exterior todas las salidas de dólares se realizaban con cobertura y lo que ha cambiado es que ahora se pueden realizar operaciones sin ella. En consecuencia, la pregunta es por qué se sigue invirtiendo con cobertura total o muy cercana a ella.

El Gerente de División Operaciones Financieras menciona que la apreciación del tipo de cambio es más reciente. Las AFP empezaron a invertir a contar del 10 de agosto de este año y la apreciación del peso se da en un contexto en el cual el dólar se ha depreciado en los mercados internacionales. Agrega que, con anterioridad, los movimientos de las AFP fueron de montos bastante menores. Indica que el movimiento de las tasas se explica por la escasez de dólares spot. Otra explicación posible es el temor que comentaba el Gerente señor De Ramón sobre el efecto de la situación internacional que dificulta conseguir recursos. Comenta también que para dirimir cuál es la hipótesis relevante, se efectuó un ejercicio de comparar las tasas *offshore* con otros mercados, de lo cual al analizar la situación de Argentina, México y Brasil, se pudo observar que dicha tasa con respecto a la Libor no se incrementa. En su opinión, este ejemplo cuestiona la hipótesis de que el



BANCO CENTRAL DE CHILE

origen del fenómeno tiene que ver con la estrechez de las líneas de crédito en el exterior, que en el caso de Chile sí se produjo por el efecto de las inversiones de las AFP en el exterior. Comenta que este fenómeno podría deberse a una falta de respuesta de la elasticidad de la oferta frente a una mayor demanda puntual que se está produciendo actualmente.

El Gerente de División Política Financiera señor Pablo García señala que, respondiendo a la inquietud del Consejero señor Manuel Marfán, cree que este fenómeno se puede interpretar no como un exceso de demanda en el mercado spot, sino que cómo se oferta el mercado *forward* a tres meses lo que, en su opinión, está afectando el diferencial de tasa. Agrega, que en la liquidez en dólares a un día, posiblemente no se presenta un gran problema. Estima que lo que está sucediendo es que el cambio de portafolio que produjeron las AFP al salir con cobertura, por un monto significativo, sí afectó al mercado a tres meses y eso se ha visto reflejado en esta prima que hace que la paridad de tasa *onshore* versus la *offshore* esté desalineada, pero es un problema no de demanda spot sino que de oferta *forward*.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que correspondería investigar cuáles son las causas que provocaron esta restricción, pero cree que lo que ha quedado de manifiesto es que este mercado tiene fricciones, ya que sustituir dólares generados internamente por fuentes externas no es perfecto porque existen temas regulatorios lo que está explicando este fuerte aumento de los *spreads* en los dólares originados internamente.

También comenta el Consejero señor Marshall que durante un largo período las tasas internas fueron extraordinariamente bajas, porque había una gran liquidez en dólares y, por tanto, quien depositaba dólares en un banco chileno obtenía una rentabilidad muy baja. Agrega, que esta situación se ha revertido bruscamente por causas que hay que investigar y se está en una situación en que las condiciones externas empiezan a prevalecer precisamente cuando las AFP invirtieron y se produjeron algunas turbulencias en el mercado y ello explica el alza de las tasas.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que desea realizar una ecuación bastante simple de paridad cubierta de tasas de interés nacional e internacional, más la diferencia entre el tipo de cambio *forward* y de spot porcentual. En consecuencia, menciona que no se pueden desvincular todas las variables al mismo tiempo, porque están relacionadas entre sí y no se sabe cuál de ellas constituye el ancla. Agrega, que si se observa que existe una gran demanda por dólares spot y eso es lo que está afectando las tasas de interés, se pregunta por qué esta situación no ha afectado el tipo de cambio. Señala que concuerda con el Consejero señor Enrique Marshall, en cuanto que este tema debe seguirse investigando.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Esteban Jadresic quiere puntualizar que hay que ajustarse simplemente a todas las variables en las ecuaciones de arbitraje. Agrega que el tema es que se sabe que hay un aumento en la tasa dólares relevantes para estos cálculos. Se puede ajustar el tipo de cambio ya sea el spot o *forward* y la tasa de interés nacional que sería la alternativa. Comenta también que, suponiendo que exista algún ajuste vía tipo de cambio, puede ser que esté aumentando el tipo de cambio spot o cayendo el tipo de cambio *forward* lo que permite ajustar al resto de los factores.

El Consejero señor Enrique Marshall comenta que debe considerarse que la base de depósito en dólares en Chile es pequeña en comparación a Argentina y otros países latinoamericanos y, en consecuencia, cualquier impacto repercutirá en esos países que están muy dolarizados.





## BANCO CENTRAL DE CHILE

El Presidente señor Vittorio Corbo señala que se continuará investigando este tema y cree que le hace mucha fuerza el comentario del Gerente de Mercados Nacionales señor Beltrán De Ramón, en el sentido que a otros países no les ha afectado. Por consiguiente, podría haber un elemento de cambio que probablemente sorprendió a la banca y cuando se trató de obtener las líneas de créditos correspondientes no era el momento oportuno.

El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés comenta que resulta difícil acordar la métrica de cómo se ponderan todos los temas financieros. Por un lado, señala que se espera cierta normalización a estas elevadas tasas, y que entonces es normal a un escenario base cierta caída de alguna de estas tasas de crecimiento. También cree que no se está dando un traspaso de una situación internacional de estrechez y evidentemente hay algo que se está produciendo en el mercado local y no parece que hubiera una transmisión de un fenómeno interno.

Por el lado de la construcción, el Consejero señor Enrique Marshall señala que las cifras de ese sector generan algunas preguntas, ya que no son todas coincidentes. Agrega que algunas cifras dan cuenta de que la actividad está creciendo muy rápido. Le parece que cuentas nacionales también tiene cifras de crecimiento entre 9% y 10%; otros indicadores dan cuenta de un crecimiento moderado que pierde dinamismo, del orden de 4%. En consecuencia, cree que este sector, que resulta clave desde el punto de vista de la evolución de la economía, debe ser monitoreado en forma permanente.

El Vicepresidente señor José De Gregorio consulta cómo están los datos de ventas en la construcción. El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés señala que no tiene datos mensuales, sino que trimestrales que presentan un panorama menos dramático que los de la Cámara Chilena de la Construcción. Agrega que las ventas siguen relativamente altas. En cuanto a los permisos de edificación, éstos tienen una revisión muy fuerte después de algunos meses. Por lo tanto, siempre se aprecian caídas de un 40% en el último dato que después se revierten.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco, en relación a los permisos de edificación, consulta por qué si existen revisiones *ex post*, es siempre en la misma dirección de los permisos.

El Gerente de División Estudios Rodrigo Valdés señala que los permisos llegan con un desfase y que Cuentas Nacionales efectúa un ajuste para determinar los permisos que llegaron en cada mes.

El señor Ministro señala que si la demora es predecible entiende que la cifra resultante es menor y no mayor. El Gerente de División Estudios Rodrigo Valdés señala que ello no ocurre así, ya que llegan más permisos que los otorgados y, por lo tanto, la cifras de hace tres meses se incrementa en el tiempo y por ello, la primera lectura de estos datos no es la mejor y por eso el Banco efectúa la corrección, pero el INE entrega la cifra que recibe.

El Consejero señor Jorge Desormeaux, en relación a las ventas de viviendas, señala que es posible considerar que una familia que estaba evaluando la compra de una vivienda, que observa que ha disminuido su presupuesto mensual, porque subieron una serie de otros bienes, posterga su decisión de compra para no comprometer sus ingresos futuros.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En lo que se refiere a actividad y demanda, el Vicepresidente señor De Gregorio consulta si en la proyección del *IPoM* de septiembre se consideró el día 17 como laboral para el efecto calendario. El señor Rodrigo Valdés señala que efectivamente se consideró como día hábil, ya que la ley que aprobó dicho feriado no se encontraba vigente.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que le parece que las proyecciones del *IPoM* se vieron más bien afectadas por las cifras de exportaciones netas que han resultado distintas a lo que se preveía.

Respecto a los salarios, el Vicepresidente señor José De Gregorio comenta que una de las conclusiones que se podría sacar sobre el alza de los salarios es que es una anticipación de lo que vendrá en los próximos meses y esto afecta la proyección del Banco Central de Chile respecto a la inflación de aquí a marzo.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señala que realizó un ejercicio para aclarar si existía alguna correlación de estos datos con la inflación para poder construir a partir de ello una ecuación de salarios. Sin embargo, explicó que no fue posible obtenerla.

En cuanto a las medidas de compensación inflacionarias, el Consejero señor Manuel Marfán consulta qué tanto podrían estar afectadas por las turbulencias del mercado, considerando especialmente que están cayendo las tasas de más corto plazo y subiendo las de más largo plazo. Agrega, que estima que ello va contra cualquier intuición de lo que pueda estar ocurriendo.

El Gerente de Política Financiera señor Pablo García señala que aunque las tasas en Chile no han bajado demasiado como sucedió en el exterior, a largo plazo, sí hay una caída después que se conoció la noticia, y si este ruido externo no ha impulsado hacia arriba las tasas de largo plazo, entonces esos riesgos pareciera que no están contaminando las medidas de compensación de inflación.

El señor Esteban Jadresic, sobre el mismo tema, señala que se tiene la sensación que existen medidas de compensación inflacionaria que son más concretas que otras y que entiende que las de *swaps* promedio cámara, que no se obtienen de los bancos, tienen la ventaja de eliminar los efectos de liquidez.

El Presidente, señor Vittorio Corbo, suspende la Sesión a las 13.50 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° 113.

En primer lugar, el señor Presidente comunica que la Reunión de Política Monetaria del mes de marzo de 2008 será el jueves 13 de ese mes.

Asimismo el señor Presidente ofrece la palabra al Gerente de División Política Financiera señor Pablo García, quien ha solicitado efectuar una aclaración respecto de la reunión de mañana.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Se refiere el Gerente de División señor García respecto a la paradoja comentada por el Consejero señor Manuel Marfán, respecto a que el tipo de cambio se haya apreciado a pesar de que las tasas en dólares en el mercado local hayan estado subiendo. Estima que en la discusión faltó considerar un elemento que permite explicar esa aparente paradoja y es que en realidad el diferencial de tasas a plazos más largos, por ejemplo a diez años en Chile y Estados Unidos, se ha movido en direcciones opuestas al diferencial de tasas a tres meses. Indica el señor Gerente que en Chile las tasas han caído, pero han caído mucho más las tasas a un plazo de 10 años afuera, por lo tanto el diferencial de tasas ha apoyado una apreciación del tipo de cambio y, a horizontes de esa magnitud lo que ocurre a tres meses es irrelevante, es decir, la curva ha tomado una forma un poco anómala a tres meses, pero a largo plazo sí se ha movido en dirección a apoyar un fortalecimiento del peso.

El señor Ministro de Hacienda consulta la razón por la que debería importar ese horizonte y el señor Gerente de División Política Financiera responde que ese diferencial se aplica sobre todo a las trayectorias de tipo de cambio de aquí a diez años. Dicho de otra forma, a tres meses un diferencial de cien puntos base en la tasa será un peso y medio, en cambio cuarenta puntos base a diez años produce un impacto cambiario mucho más grande que el efecto a tres meses.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que le hace sentido la explicación del Gerente señor Pablo García, porque hay un punto de partida que es una anomalía en la liquidez a tres meses, que no es chilena, proviene de Estados Unidos y por alguna razón la tasa Libor a tres meses está muy por sobre la Federal Funds Rate, en consecuencia, lo que se está viendo en la *forward* a tres meses es una prolongación de una anomalía que viene de fuera.

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

Expone el Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, que en la reunión de política monetaria de agosto, el Consejo acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base hasta 5,5% anual, luego de iguales incrementos en los dos meses anteriores. Indica que se estimó necesaria esa decisión para que la inflación proyectada en torno a dos años se mantuviera en 3%, considerando que la información disponible confirmaba un importante dinamismo en el segundo trimestre, la inflación del IPC se elevaba hasta casi 4%, muy por encima de lo proyectado, y las medidas alternativas de la tendencia inflacionaria estaban algo por sobre 3%. Señala el Gerente de División que se consignó que las expectativas de inflación de corto plazo del sector privado habían aumentado significativamente, aunque las de largo plazo permanecían en torno a 3%. También se consideró que, si bien el escenario externo relevante para la economía chilena continuaba positivo, había mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales y condiciones crediticias algo más restrictivas.

Agrega el señor Gerente de División que desde la reunión anterior, período en el que también se publicó el *IPoM* de septiembre, las principales novedades son las siguientes:

- En el lado externo, se han intensificado los problemas en los mercados financieros internacionales, incluyendo condiciones crediticias menos favorables, situación que ha comenzado a mermar las proyecciones de crecimiento del mundo. Esto mismo ha fortalecido las perspectivas de menores tasas de interés de política monetaria en las principales economías desarrolladas, y ha reducido las tasas de interés de largo plazo. El premio soberano de Chile aumentó de manera apreciable el último mes.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

- El precio del cobre ha disminuido algo (hasta US\$ 3,3 - 3,4), evolución coherente con el escenario base, y el del petróleo ha aumentado, ubicándose bastante por encima de lo esperado (hasta cerca de US\$ 80 el barril). Indica que el precio del trigo ha continuado aumentando de manera significativa. Sorprendentemente, las turbulencias financieras y riesgos asociados no parecen estar teniendo mayores efectos sobre el precio de los principales productos primarios.
- En el mercado financiero interno, se han asentado expectativas de un par de alzas en la Tasa de Política Monetaria en lo que resta de este año. Señala que el nivel de las tasas de interés de mediano y largo plazo de los documentos del Banco Central de Chile, las tasas de interés de colocaciones, el crecimiento del crédito y de los agregados monetarios dan cuenta de condiciones financieras que siguen apoyando el crecimiento de la demanda interna. El tipo de cambio mostró una volatilidad algo mayor durante el mes pasado, y en los últimos días tuvo una reducción más notoria, hasta \$ 516 (menos de 1% desde la última reunión, si se consideran los últimos tres días hábiles). El TCM mostró una disminución algo mayor.
- El crecimiento de la actividad en julio fue de 4%, afectada por el efecto calendario y el desempeño de los sectores minería y EGA. Más allá de sus efectos directos sobre la actividad del trimestre, las cifras son insuficientes para modificar el escenario base del *IPoM*. Manifiesta el señor Gerente de División que continúa así la evaluación que el nivel del PIB sin Recursos Naturales sería similar a su tendencia y hacia delante crecería a un ritmo similar al de tendencia.
- Indica que en agosto, la inflación volvió a ser elevada y mayor que la proyectada, también por aumentos inesperados de los precios de algunos alimentos, en especial de los perecibles. Respecto del *IPoM*, las sorpresas fueron menores y se concentraron en alimentos perecibles y gasolina. El panorama de inflación de corto plazo se corrige algo al alza y se ubica marginalmente por encima del proyectado en el escenario base del *IPoM*, liderado por el mayor precio de los combustibles. Las medidas alternativas de tendencia inflacionaria volvieron a aumentar y algunas se ubican hoy en torno a 4%.
- Los indicadores salariales tuvieron una aceleración importante el último mes, mientras la discrepancia entre CMO e IREM se acentuó. Aunque cabía esperar un mayor crecimiento de los salarios nominales por los efectos habituales de la indexación salarial a la inflación pasada, el panorama relativamente benigno por el lado de los costos laborales estaría quedando atrás.
- Los indicadores de expectativas de inflación del sector privado son coherentes con el escenario de inflación descrito en el *IPoM*. Esto es, inflación anual elevada en el corto plazo y no muy distinta de 3% a plazos largos.

El Gerente de División Estudios agrega que con los antecedentes acumulados en el último mes, y considerando la reciente publicación y presentación del *IPoM* de septiembre, es difícil argumentar a favor de una opción diferente a la de aumentar la tasa de política monetaria en 25 puntos base para la reunión de hoy.

Señala el señor Rodrigo Valdés que en el *IPoM* recién presentado, el Consejo comunicó que en el escenario más probable sería necesario aumentar la tasa de política monetaria en los meses siguientes. Detrás de ello está la evaluación que en el cuadro actual de brechas y tendencia inflacionaria es necesario reducir el estímulo que provee la política monetaria, de manera que la inflación proyectada a dos años se mantenga en 3%. Indica que este ajuste permite también moderar los riesgos de efectos de segunda vuelta de los fuertes *shocks* de precios específicos de los últimos meses, *shocks* que además inciden en que la inflación actual esté muy por encima de la meta. Asimismo, y como referencia, las proyecciones identificadas como escenario base incluían como supuesto de trabajo aumentos de la tasa de política monetaria que en esta ocasión resultan similares a las expectativas de mercado e incluyen un par de aumentos de la tasa de política monetaria en un plazo relativamente cercano.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

Comenta el señor Gerente de División que los antecedentes acumulados desde el cierre del *IPoM* no modifican el escenario base o los riesgos asociados a éste, descritos en el Informe. Las cifras de actividad y demanda interna son mixtas, sin una implicancia evidente para las proyecciones. Las mayores noticias a la baja se concentran en el sector de recursos naturales, menos relevante desde el punto de vista de las presiones inflacionarias. De igual manera, algunos indicadores que han resultado más débiles, como las ventas de viviendas y el desempeño del comercio, se contraponen con otros más dinámicos, como las importaciones de bienes de consumo y de capital. En el lado de la inflación, hay novedades en el precio del petróleo que hacen prever un curso para los próximos meses marginalmente por encima del considerado en el *IPoM*.

A pesar de lo anterior, señala el señor Gerente de División se podría justificar mantener la tasa de política monetaria hoy si se estimara que, junto al deterioro en el margen del escenario internacional, los riesgos a la baja se han exacerbado de manera considerable, con posibles implicancias de primer orden sobre las brechas esperadas en Chile. La mantención, en este sentido, sería una acción preventiva ante un riesgo mayor. Sin embargo, hasta la fecha las proyecciones de crecimiento que hacen los bancos de inversión han sufrido variaciones acotadas, mientras que, sorprendentemente, el precio de los principales bienes primarios no ha disminuido e incluso ha aumentado en algunos casos. Es evidente que el sesgo de las proyecciones de crecimiento mundial del escenario base del *IPoM* es a la baja, pero no está claro de cuánto será la corrección final. Además, no se puede descartar que un deterioro externo venga acompañado de un empeoramiento de las condiciones financieras relevantes para Chile y un movimiento cambiario que atenúe los efectos deflacionarios de una actividad más débil. Finalmente, indica que no hay evidencia clara que la situación financiera global esté afectando las condiciones crediticias internas en Chile, y de esa manera, a la demanda interna. Más allá del leve aumento del premio por riesgo país implícito en las tasas de los bonos soberanos y de una mayor tasa de interés en dólares *onshore*, la que podría explicarse por otros factores, los agregados monetarios y crediticios se siguen expandiendo, ha habido colocaciones de bonos y los *spreads* corporativos han aumentado solo levemente y se mantienen bajos.

En el extremo opuesto, y como se ha planteado en las últimas reuniones, se podría argumentar a favor de un aumento de la tasa de política monetaria de 50 puntos base, considerando que la inflación anual está en la actualidad muy por encima de la meta y hay riesgos que, en un escenario de holguras reducidas, se materialicen efectos de segunda vuelta por encima de los proyectados en el escenario central, postergando el regreso de la inflación a 3% e incluso afectando las expectativas de inflación a plazos mayores. De hecho, como se analizó en el *IPoM*, la preocupación por la inflación que muestran las encuestas de expectativas de consumidores y empresas da cuenta de este riesgo, lo cual se ha exacerbado en el último dato. En este cuadro, señala que un ajuste mayor de 25 puntos base podría enviar una señal más decidida de compromiso con la estabilidad de precios, en particular cuando el mercado espera mayoritariamente un aumento de 25 puntos base. Sin embargo, un aumento de la tasa de política monetaria de magnitud inusual cuando las expectativas de inflación de largo plazo se mantienen en torno a 3% no parece necesaria. Más aún, podría ser contradictoria con las decisiones de política de los últimos meses, considerando que se enfrentaba un escenario macroeconómico parecido al de hoy, la tasa de política monetaria era menor y se decidieron aumentos de 25 puntos base cada vez. Asimismo, un aumento de 50 puntos base también arriesga ser poco coherente con la propia presentación del *IPoM*, que consignó que el Banco Central de Chile trataría de evitar acciones que pudieran arriesgar una sobre-reacción. Por último, cabe señalar que la situación financiera internacional pone una fuerte nota de cautela respecto de la conveniencia de un alza de tasas agresiva.

En suma, señala el Gerente de División la opción de aumentar la tasa de política monetaria en 25 puntos base es la más coherente con el *IPoM* recién presentado. Además, desde el punto de vista de la implementación, no debería generar mayores sobresaltos porque es un ajuste ampliamente esperado.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Finalmente, menciona el Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés que dada una decisión sobre el nivel de la Tasa de Política Monetaria, cabe evaluar la conveniencia de moderar o no el sesgo que ha tenido el comunicado en los últimos dos meses. Por un lado, mantener el mismo sesgo da continuidad y consolidaría expectativas de alzas adicionales. En principio, además, los principales argumentos que motivaron este sesgo siguen presentes —brechas agotadas, inflación elevada y tasa de política monetaria expansiva. Por otro lado, sin embargo, mantener la misma comunicación puede entenderse como que lo más probable sea un nuevo aumento *consecutivo* de la tasa de política monetaria, algo que podría resultar un poco agresivo en el escenario central, dado que ya se acumularían cuatro alzas consecutivas. Señala el señor Rodrigo Valdés que incluso, un sesgo muy evidente puede resultar indeseado ex post si el escenario externo se deteriora de manera significativa.

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

El Gerente de Investigación Económica, señor Klaus Schmidt-Hebbel comenta que en escasas oportunidades durante los últimos años se ha conjugado un número tan elevado como significativo de eventos sorpresivos, con implicancias opuestas para la política monetaria, como los que se observan en los últimos meses, incluyendo el período desde la última Reunión de Política Monetaria. Señala que de estos eventos cabe destacar, en primer lugar, la crisis *subprime*, en pleno desarrollo, con repercusiones severas observadas en los mercados de activos securitizados y de préstamos interbancarios overnight y hasta tres meses. Indica que las grandes turbulencias asociadas a ellas han elevado la probabilidad de una recesión futura en los Estados Unidos, y de una caída en el crecimiento mundial futuro. Agrega el señor Gerente que ello ya se ha manifestado en la corrección de 0,3%, desde 4,2% a 3,9%, en la proyección de crecimiento futuro 2008 de nuestros socios comerciales, verificada desde el cierre estadístico del *IPoM* recién publicado.

Menciona el señor Schmidt-Hebbel que con las correspondientes implicancias para la economía chilena, la *skewness*, riesgos hacia abajo, de la distribución de las proyecciones de crecimiento de Chile en 2008-2009 se ha intensificado. Si a eso se agrega la leve, pero negativa corrección hacia abajo en la proyección del crecimiento del PIB para este año 2007, verificada entre el *IPoM* y ahora, se está ante un escenario de menor crecimiento probable y bastante mayor riesgo asociado a éste. Vale decir, indica el señor Gerente, es un escenario clásico de mayor incertidumbre respecto de las novedades últimas, que justificaría acumular más información antes de cambiar la tasa de política.

Agrega el señor Gerente que contra esta opción y a favor de la opción de elevar la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base, se pueden presentar tres consideraciones. Primero, el significativo contraste que se observa aún entre una brecha negativa y considerable, de unos 75 puntos base, entre la Tasa de Política Monetaria actual y el nivel de la Tasa de Política Monetaria neutral para el horizonte de política, por una parte, y la brecha de producto que es cero ahora y se proyecta en torno a 1% hacia los 24 meses, por la otra. Segundo, la leve desviación de la compensación inflacionaria por encima de 3% en un plazo en la madurez de 1 en 1. Indica que, aunque está lejos de representar un desanclaje de expectativas, incluso ha bajado significativamente en el último mes, a sólo 3,18%. Ahora, este premio de mercado es condicional a la expectativa privada de tres alzas de tasas más, hasta llegar a aproximadamente 6,3% a fines del 2008, que en esta ocasión coincide exactamente con nuestro supuesto de Tasa de Política Monetaria neutral. Como tercer punto señala que *noblesse oblige* en general, y ahora el *IPoM* obliga en particular. En menor medida, también obliga el fuerte sesgo al alza en el comunicado de la Reunión de Política Monetaria anterior. Indica el señor Gerente que todo ello se refleja en la expectativa privada casi unánime de un alza de Tasa de Política Monetaria en esta reunión. Agrega que como ciertamente el escenario base no ha cambiado significativamente desde una semana atrás, sería muy difícil para el Banco justificar una acción de política muy distinta a la sugerida en dicho Informe.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Señala el señor Gerente que no menciona un cuarto factor y que son las continuadas sorpresas inflacionarias, incluso en lo más reciente, en los precios de alimentos y de energía, porque no tienen *ceteris paribus*, implicancias obvias o no ambiguas para la política monetaria orientada al horizonte en torno a 2 años.

Por lo tanto, añade el Gerente de Investigación Económica señor Schmidt-Hebbel, que en concordancia con el *IPoM* y el sesgo de la decisión de la política monetaria anterior, recomienda subir la tasa en 25 puntos base. Al mismo tiempo, sugiere no indicar sesgo alguno en el comunicado de la reunión, en atención a la corrección del escenario de crecimiento mundial y el significativo incremento en la incertidumbre financiera y real internacional observado desde la reunión anterior. La ausencia de sesgo ampliaría los grados de libertad para tomar las siguientes decisiones de política monetaria, a la luz de los nuevos desarrollos mundiales y domésticos, que están en plena evolución.

El Gerente de la División Operaciones Financieras, señor Esteban Jadresic indica que comparte la recomendación de la Gerencia de División Estudios de aumentar en 25% la Tasa de Política Monetaria, y también el juicio que es difícil justificar algo diferente. Estima que el verdadero tema tiene que ver con la conveniencia de moderar el sesgo que ha tenido el comunicado estos últimos dos meses, como lo plantea el último punto de las opciones. En ese sentido quiere recomendar la propuesta de moderar, o incluso como lo ha propuesto el Gerente de Investigación Económica señor Schmidt-Hebbel, delimitar dicho sesgo para el comunicado con el objeto de dar mayor flexibilidad para poder reaccionar a las circunstancias.

Menciona el Gerente de División señor Jadresic, que le parece claro que el escenario de riesgo de una economía mundial creciendo más lentamente se ha acentuado. Lo anterior ya estaba señalado en el *IPoM* y le parece cierto que, aunque no se puede descartar totalmente que un escenario de ese tipo traiga consigo turbulencias financieras con consecuencias adversas en las condiciones financieras de la economía local, la realidad es que ello hasta ahora no se ha visto. Incluso se ha observado que el tipo de cambio bilateral en pesos, bilateral respecto al dólar, se ha apreciado y, más en general, que la economía y los mercados locales están soportando muy bien todos estos problemas financieros originados principalmente en Estados Unidos. Señala el señor Jadresic que, incluso los dos datos que se citan en la minuta de opciones para calificar ello, que son el aumento del premio por riesgo y el aumento de la tasa en dólares *onshore*, difícilmente reflejan dificultades relevantes, por cuanto en el caso del aumento de premio por riesgo, ello más que se compensa por la disminución en la tasa de referencia de la tasa de los bonos del Tesoro Americano, de tal manera que el costo financiero total ha caído en este tiempo, lo que es coherente también con la caída de las tasas internas de largo plazo observadas en este tiempo.

En el caso de la tasa en dólares *onshore*, indica el señor Gerente de División que considera que se relaciona más con la salida de las AFP para aprovechar el cambio de los límites de inversión en el exterior, en un contexto que falta integración en el mercado financiero en el exterior, y también un contexto de menor liquidez internacional. Agrega que una buena prueba de ello es algo que se habló en la mañana, y que se refiere al hecho que en países como México, Brasil, Argentina, no se ha visto hasta hora al menos, un aumento en estas tasas, en estos *spreads* de las tasas *onshore* respecto a la Libor, y se tiene entonces una explicación que parece ser alternativa, que es la de la salida de las AFP. O sea, en este contexto, estima que dado que el escenario de riesgo principal es el de una menor actividad internacional sin efectos financieros relevantes, entonces la opción de esperar toma mayor valor, tanto porque se sabe que en las próximas semanas probablemente se va a tener antecedentes relevantes de cómo evolucionan los mercados financieros internacionales; se va a conocer mejor cuáles han sido los efectos en instituciones financieras particulares; también las reacciones de los Bancos Centrales; y, en particular, se va a ver las revisiones en las proyecciones de crecimiento en Estados Unidos y en el resto del mundo. Por



BANCO CENTRAL DE CHILE

otra parte, agrega el Gerente señor Jadresic, que también esto da algo de tiempo para ver qué pasa internamente con los precios que han sorprendido últimamente al alza, que han generado este *shock* inflacionario, y también se tiene algo que ganar por ese lado en términos de esperar a conocer mayor información.

El Gerente de División Política Financiera, señor Pablo García menciona que si se tomaran solamente las noticias del último tiempo, éstas claramente apuntan hacia una trayectoria de Tasa de Política Monetaria que puede ser más suave que la que se evaluaba hace un tiempo atrás. En particular, señala el señor Gerente, que se ha destacado la cambiante situación internacional con significativo riesgo a la baja del crecimiento y las posibilidades de turbulencias financieras más graves de las que se han visto hasta ahora. En segundo término, hace presente el suavizamiento del crecimiento local y la apreciación cambiaria que estima compensan lo que se está viendo por el lado salarial que se había anticipado. Sin embargo, indica el señor Gerente de División que hay un hecho que también se ha destacado anteriormente y que es el estar constreñidos en un sentido positivo por la comunicación de las últimas medidas y por el Informe de Política Monetaria, ya que el instrumental monetario depende básicamente de las percepciones de persistencia de las decisiones que se toman. Por lo tanto, considera importante preservar ese activo y estima que en la actualidad es recomendable validar esas expectativas que están hoy en el mercado e implícitas en la comunicación del Informe de Política Monetaria y en la última Reunión de Política Monetaria con un aumento de la tasa de 25 puntos base.

Menciona el Gerente de División Política Financiera señor Pablo García, que concuerda con lo que se ha manifestado en esta reunión en el sentido de suavizar el sesgo implícito hacia adelante, dadas las grandes dudas que existen respecto a lo que pasa con el sistema financiero global. Agrega que en el corto plazo se va a tener más antecedentes y se verá cómo evoluciona la situación financiera de los principales bancos en el exterior, lo que dará una señal respecto a la posibilidad que se tenga a futuro una situación más complicada que la que se ha visto hasta ahora.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco estima que las novedades de un mes a esta parte se resumen en dos palabras: riesgo e incertidumbre, tanto en el escenario externo como en el interno. En el escenario externo menciona que se enfrenta una situación más delicada, ya que el valor esperado de crecimiento en el mundo es más bajo hoy que hace un mes y en cuanto a que la dispersión de posibles resultados en torno a ese valor esperado es mucho más alta.

En el ámbito interno considera el señor Ministro que ocurre algo similar. Comenta que mientras escuchaba las presentaciones hizo una lista de al menos diez factores que se presentaron tanto en la economía internacional como nacional que hoy día aparecen algo más inciertos que hace un tiempo atrás. Menciona por ejemplo lo que ocurre con el sector energía, tanto por los precios externos como por el valor agregado interno; con la producción minera, acerca de la cual hay muchas dudas; el sector construcción en el que hay indicadores aparentemente contradictorios; en el consumo, sector en el cual las cifras de consumo son buenas, pero la opinión de los consumidores es negativa y ambas líneas parecen estarse cruzando; también menciona que hay bastantes dudas respecto a la persistencia de algunos *shocks* inflacionarios, tanto externos como internos. En suma, concluye el señor Ministro, hay mayores riesgos externos, incertidumbres importantes internamente en las variables intermedias y exógenas todo lo cual se traduce, a su juicio, en lo que muy bien mencionó el Gerente de Investigación Económica, señor Klaus Schmidt-Hebbel, una situación en la cual los riesgos para el crecimiento del PIB son sustancialmente más altos y con un sesgo a la baja en relación a lo que se tenía hace un mes, lo que es cierto tanto para 2008 como también para 2007.

Estima el señor Ministro que lo anterior no se ha dicho suficientemente en esta reunión y le gustaría recalcarlo. Indica que hay algo paradójico que no termina de entender respecto a la baja importante de las proyecciones para el tercer trimestre y a la mantención sin alteración





BANCO CENTRAL DE CHILE

alguna de las proyecciones del cuarto trimestre. Comenta que dada la persistencia que suelen tener estos desarrollos no sería raro que se tenga en algún momento una corrección a la baja para los datos del cuarto trimestre y si a eso se añade lo que ha mencionado anteriormente, ciertamente se está ante un escenario donde los sesgos implícitos van claramente a la baja. Comenta que la implicancia de lo anterior para la decisión que será adoptada en esta reunión respecto a la tasa de interés, con el debido respeto que le merecen los procedimientos del Banco, tiene estrecha relación con lo que se adoptó con el *IPom*, y sería inusual que la decisión que se tome hoy no fuese coherente con lo que se dijo hace una semana atrás, por lo tanto, da como un hecho que habrá un incremento en la Tasa de Política Monetaria.

Por lo anterior, estima el Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco, que el asunto central a discutir tiene que ver con lo que se comunica. Considera importante que se comunique que la decisión que se tome hoy ya incorpora ciertos *shocks* adicionales a los precios, que no estaban presentes en el *lpoM*, en especial los combustibles. Señala además que le parece crucial que la percepción de mayores riesgos se comunique en un cambio del sesgo, de un sesgo al alza a un sesgo neutral, puesto que dada las descomunales incertidumbres que se enfrentan, continuar con un comunicado que dé un sesgo al alza, dada la probabilidad de que se enfrente un escenario más depresivo externa e internamente a futuro podría requerir más adelante un cambio de giro en la postura del Banco, lo que considera que no es lo que se debe comunicar hoy.

El Presidente señor Vittorio Corbo agradece la intervención del Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco y ofrece la palabra a los señores Consejeros para proceder a la votación.

El Consejero señor Enrique Marshall agradece al *staff* el material preparado para esta reunión. Indica el señor Consejero que las noticias recibidas con posterioridad al *IPoM* de este mes no cambian el panorama general delineado en dicho informe, si bien algunos riesgos se han intensificado y por tanto deberán ser seguidos con atención hacia delante. Comenta que en el frente externo, los mercados financieros internacionales siguen exhibiendo restricciones de liquidez y estrechez en la provisión del crédito, especialmente en determinados segmentos. Agrega que persiste, además, una alta incertidumbre en la valoración de algunos títulos financieros. Menciona también que la actividad real, que hasta ahora no parecía mayormente afectada, ha comenzado a entregar señales de desaceleración en los países desarrollados, lo que ha llevado a revisar las proyecciones de crecimiento para el 2008.

Señala el señor Consejero que el deterioro del sector inmobiliario en los Estados Unidos sigue presente y sus efectos macroeconómicos, tanto para la economía norteamericana, como para el resto del mundo, todavía son difíciles de dimensionar con precisión. Concordante con lo anterior, indica que las tasas largas en los países desarrollados han disminuido y las expectativas de movimientos en las tasas de política se han ajustado hacia abajo.

Para las economías emergentes, indica el señor Consejero, las condiciones financieras siguen mostrando un deterioro respecto de niveles previos. Las primas por riesgo soberano han subido en forma generalizada, pero afectando con mayor intensidad a los países que presentan mayor vulnerabilidad financiera. Agrega que todo indica que la volatilidad en los mercados financieros permanecerá por un tiempo prolongado.

Por otra parte, menciona el Consejero señor Marshall que los precios de los productos básicos no se han visto afectados en forma significativa por los cambios en el escenario macro global, y siguen altos. Señala que el petróleo ha vuelto a subir, alcanzando niveles históricamente elevados.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

En el frente interno, comenta el señor Consejero que la principal noticia la ha deparado la inflación, con registros por sobre los esperados con anterioridad. Indica que los agregados monetarios y crediticios mantienen tasas de crecimiento elevadas y por su parte, las tasas de interés cobradas a las personas y empresas exhiben ajustes más bien menores.

Agrega el Consejero señor Enrique Marshall que los rendimientos de los títulos de largo plazo muestran una reducción respecto de la última reunión, siguiendo la tendencia observada en las economías desarrolladas. Sin embargo, indica que esta tendencia se ha revertido en lo más reciente, especialmente para los títulos en pesos, debido a los registros de inflación del último mes. Menciona también que el tipo de cambio nominal ha disminuido respecto del nivel que tenía en la última reunión de política monetaria.

Señala también que la demanda se expande apoyada por el sostenido crecimiento del consumo y la aceleración de la inversión, en tanto que la actividad crece algo por sobre su nivel de tendencia. Indica que si bien las cifras muestran alguna volatilidad, ésta se asocia más con el PIB de Recursos Naturales que con el PIB resto, que muestra una evolución relativamente sólida y bastante más estable.

Por su parte, agrega el señor Consejero, el empleo total sigue creciendo en forma apreciable y la tasa de desocupación, si bien revierte la tendencia descendente observada en meses anteriores, se mantiene en niveles bajos. Agrega que los salarios, que venían creciendo en forma acotada, mostraron una significativa aceleración en el último mes, lo que debe ser monitoreado hacia delante con atención, por sus implicancias para la inflación proyectada.

Menciona el señor Consejero que la inflación volvió a sorprender al alza, con lo cual la tasa de variación anual ha sobrepasado el rango de tolerancia. Estima que esta mayor inflación sigue respondiendo fundamentalmente a *shocks* en los precios de los alimentos y la energía. Señala que si éstos últimos se excluyen de los cálculos, la variación para los restantes componentes del IPC resulta bastante moderada y estable. En este marco, agrega el señor Consejero, las proyecciones de inflación han subido en forma considerable, especialmente para los plazos más cortos, indicando que la inflación efectiva permanecerá por sobre el rango de tolerancia por varios trimestres.

Comenta el Consejero señor Enrique Marshall que las expectativas de mercado también se han ajustado hacia arriba en forma significativa, lo que es usual en estos episodios de alta inflación. No obstante ello, las expectativas para los plazos más largos se ubican bastante más cerca de la meta de inflación. Indica que en este contexto, el mercado espera nuevos ajustes en la Tasa de Política Monetaria en el curso de los próximos meses. Señala que tanto los precios de los activos como las encuestas, sugieren dos alzas de 25 puntos base cada una en lo que resta del año. Además, agrega que el mercado espera mayoritariamente que una de estas alzas se produzca en esta reunión.

Menciona el señor Consejero que todos estos antecedentes tienden a confirmar en lo fundamental el escenario base presentado en el último *IPoM*. En consecuencia, la decisión de esta reunión debería estar alineada con las orientaciones entregadas en dicho Informe, en el que se señaló que el Consejo estimaba que en el escenario más probable, sería necesario continuar aumentando la Tasa de Política Monetaria en los próximos meses para cumplir con la meta de inflación. Agrega que esto resulta particularmente importante, considerando la necesidad de preservar y fortalecer la credibilidad en la conducción de la política monetaria en un contexto de fuertes *shocks* de precios y de reducidas holguras de capacidad.

Menciona que tanto la opción de mantener la tasa, como la de subirla en más de 25 puntos base, implicarían, en su opinión, apartarse en mayor o menor medida de los mensajes entregados en el último *IPoM*, lo que no le parece adecuado ni prudente. Por lo demás, estima que ninguna de estas opciones aparece avalada por las expectativas del mercado.



BANCO CENTRAL DE CHILE

No obstante lo anterior, señala el Consejero señor Enrique Marshall, que la evolución del frente externo después del *IPoM* ha significado que algunos riesgos aumenten su probabilidad de ocurrencia y otros comiencen ya a materializarse. Por ello, le parece que el comunicado debe dejar bastante abiertas las opciones de política hacia delante, para poder reaccionar ante cambios significativos en el entorno macro. También le parece particularmente importante comunicar que se seguirá con atención los desarrollos en los mercados financieros internacionales y, en general, la evolución de la economía global.

Por todo lo señalado, indica que su voto es por subir la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base, hasta 5,75%.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que como siempre agradece el análisis del *staff*. Indica que en esta oportunidad el Banco se benefició con la cercanía de la entrega del último *IPoM*, y su análisis se centrará en las eventuales desviaciones, respecto de ese Informe y no, como es habitual, respecto de la Reunión de Política Monetaria anterior.

En lo esencial, menciona el Consejero señor Marfán, el escenario base sigue siendo el más probable. Indica que la inflación de agosto fue solo marginalmente superior a la prevista en el *IPoM*, con sorpresas menores en perecibles y combustibles. Señala que el bajo *IMACEC* de julio, en tanto, tiene una explicación casuística por efecto calendario, electricidad, gas y agua y minería, y no hay un trasfondo macroeconómico preocupante, pero aún manteniendo el escenario base, la probabilidad de ocurrencia de escenarios de riesgo alternativos ha cambiado y ha cambiado más.

En primer lugar, menciona el señor Consejero que los bancos de inversión ya están revisando a la baja, aunque marginalmente, sus proyecciones de crecimiento mundial; en segundo lugar, la discusión internacional actual se centra en que el ajuste de las turbulencias financieras puede ser más prolongado de lo previsto; como tercer punto indica que la *forward* de la tasa de política monetaria en los Estados Unidos tiene un sesgo a la baja claramente más pronunciado, especialmente para el próximo año; como cuarto punto menciona que los problemas de liquidez se han acentuado en los Estados Unidos, a juzgar por el mayor *spread* entre la Federal Funds Rate y la Tasa Libor a tres meses, y también, como se discutió, con algún rebote en el mercado *forward* chileno. Como quinto punto menciona que los efectos del *fly to safety* están incidiendo en el riesgo soberano chileno aunque la economía chilena continúa sólidamente como la de menor riesgo de la región. Indica el señor Marfán que estos son cinco puntos de diferencia respecto del *IPoM*. Agrega que paradójicamente, los precios de los *commodities* siguen elevados, no internalizando aparentemente, un escenario mundial más débil. Quizás la paradoja se explica porque el origen de la mayor debilidad económica internacional radicaría en Estados Unidos, mientras que la principal causa, aunque no exclusiva, de los elevados precios de *commodities* radica en la fortaleza del crecimiento de Asia.

Con todo, el señor Consejero estima correcto pensar en un escenario alternativo de mayor debilidad de la economía mundial, más allá que correcciones marginales al escenario base, como se discutió en la reunión de la mañana. Agrega que cabe aclarar que el escenario base sigue siendo el más probable y el que debiera guiar la decisión de hoy, pero le parece prudente plantearse escenarios alternativos con una mayor desaceleración de la economía de Estados Unidos.

Por todo lo anterior, el Consejero señor Manuel Marfán considera que las opciones más plausibles hoy son las de elevar la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base, o mantenerla. Indica que la justificación para esa segunda opción tiene que ver más con el escenario de riesgos, que con el escenario base. Por lo ya señalado, estima que lo correcto parece ser subir en 25 puntos base la Tasa de Política Monetaria en la reunión de hoy. Agrega que no se entendería una decisión distinta dado el informe que se acaba de presentar, pero considera altamente inconveniente mantener el sesgo al alza en el comunicado. A lo más, opina el señor Consejero, de consolidarse el



## BANCO CENTRAL DE CHILE

escenario base, se debiera reintroducir el concepto de pausa, indicando que el próximo movimiento sería al alza, pero sin comprometerse con que ésta tendría lugar en la próxima reunión de política monetaria. Alternativamente, menciona el señor Marfán, de seguir aumentando la probabilidad de un escenario externo más débil, el sesgo debiera ser neutral. De entre estas alternativas comunicacionales, considera que el error de tipo dos, es decir, el costo de tomar la decisión equivocada, es más bajo, si se omite cualquier sesgo de movimientos futuros en el comunicado.

En consideración a las razones expuestas, el Consejero señor Manuel Marfán señala que vota por elevar la tasa de política en 25 puntos base y propone, sugiere y apoya la idea de eliminar cualquier sesgo respecto de movimientos futuros de la tasa de política monetaria.

El Consejero señor Jorge Desormeaux señala que en los últimos meses el panorama inflacionario ha estado dominado por tres desarrollos, algunos en el plano interno, y otros en el plano externo. En primer lugar, menciona un mayor dinamismo de la economía que llevó a un cierre más temprano del previsto de las brechas de capacidad; en segundo lugar, señala una inflación interna más elevada de lo anticipado, asociada a aumentos significativos de precios específicos, particularmente de alimentos; y en tercer lugar, destaca un desarrollo vinculado al episodio de turbulencia que está afectando a los mercados financieros internacionales desde la última semana de julio.

En las últimas semanas menciona el señor Consejero, se ha profundizado precisamente este tercer desarrollo, y la crisis en los mercados de la vivienda en Estados Unidos se ha extendido a otros sectores en la forma de condiciones crediticias menos favorables. De este modo, indica, se estaría materializando un riesgo a la baja para la actividad mundial que contemplaba el *IPoM* de septiembre. Agrega que ello se ha traducido, hasta ahora, en leves correcciones a la baja en las perspectivas de crecimiento de Estados Unidos en 2007 y 2008, en caídas en las tasas de interés de largo plazo, y en expectativas de tasas de política monetaria más reducidas a futuro, particularmente en los Estados Unidos de América.

No obstante, agrega el Consejero señor Desormeaux, no puede descartarse que el escenario externo muestre un deterioro mayor a futuro, como lo señaló en la reunión de la mañana. En cuanto a los dos desarrollos restantes, indica que los cambios han sido menos significativos.

En el plano interno agrega el Consejero señor Desormeaux, la actividad del mes de julio creció menos de lo esperado, pero en ello habrían incidido factores puntuales, tales como el efecto calendario y un menor desempeño de la minería y del sector electricidad, gas y agua. En suma, agrega, después de considerar estos factores, se mantiene vigente plenamente el escenario central de *IPoM* que plantea una economía sin holguras de capacidad y que crecerá a un ritmo similar a su tendencia en los próximos trimestres. Indica el señor Consejero que todo esto es condicional a una trayectoria de la Tasa de Política Monetaria que converja progresivamente a la tasa neutral, con un alza de cincuenta puntos base en lo que resta del año y otros veinticinco puntos base en 2008. Por otra parte, agrega, en el plano inflacionario la inflación del mes de agosto volvió a sorprender, superando las proyecciones privadas y las del propio *IPoM*, debido a sorpresas fundamentalmente en los precios de los alimentos perecibles y la gasolina. Sin embargo, estima que pese a esta sorpresa, el panorama futuro sigue encuadrado dentro del escenario base o central del *IPoM*, con tasas de inflación solo ligeramente más elevadas en los próximos meses. Señala que la sorpresa más bien ha venido por el lado de los costos laborales, donde pese a que se esperaba una aceleración de éstos, debido al efecto de cláusulas de indexación, algunos indicadores de costos laborales crecieron más allá de lo que puede explicarse por este factor. En el plano de las expectativas de inflación, por otro lado, indica que no hay cambios en relación al escenario base del *IPoM*, esto es, las expectativas de inflación de largo plazo siguen ancladas en torno a la meta del Banco Central.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

Con estos antecedentes, el Consejero señor Desormeaux concuerda con el diagnóstico de la Gerencia de División Estudios y de quienes le han precedido, en el sentido de que es difícil argumentar una opción diferente a la de aumentar la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base en la reunión de hoy. Agrega que en un marco como el actual, en que el país enfrenta un severo *shock* de oferta, sin holguras de capacidad, existe el evidente riesgo de que dichas alzas de precios se traspasen a otros precios y que con ello se arriesgue un desanclaje de expectativas. Menciona que como el propio escenario central del *IPoM* contempla un ajuste de la tasa de política monetaria similar al del mercado en los próximos meses, un ajuste de 25 puntos base en la reunión de hoy permite acotar los riesgos y ello coincide además, con las expectativas del mercado que, para esta reunión, en su gran mayoría, espera uno similar.

En consecuencia, el Consejero señor Jorge Desormeaux vota por un alza de 25 puntos base en la Tasa de Política Monetaria, y apoya también la idea de reemplazar el sesgo al alza de la tasa de política en el comunicado, por uno neutral.

El Vicepresidente señor José De Gregorio menciona que a pocos días de haber presentado el *IPoM* al Senado, las noticias recibidas desde que se cambiaran las proyecciones no han variado significativamente el panorama para el escenario base, el que contempla una reducción del estímulo monetario para asegurar el cumplimiento de la meta. Indica que esta normalización de la Tasa de Política Monetaria, previene que haya efectos de segunda vuelta de los aumentos de la inflación por alimentos y energía, más allá de los ajustes que ocurran en precios relativos y que se irán observando en los registros de inflación de los próximos meses.

De esta forma, agrega el señor Vicepresidente, es posible absorber los aumentos de precios sin que ellos repercutan de manera persistente sobre la inflación. Sin embargo, indica, los riesgos se han incrementado y lo relevante es que se han movido en la dirección de suavizar presiones inflacionarias en el mediano plazo. En primer lugar, señala que la economía mundial enfrenta mayores riesgos de una desaceleración, en particular en los Estados Unidos de América. En las semanas venideras, lo más probable es que se observen recortes en las proyecciones de crecimiento mundial, y no se puede descartar que estos recortes sean más severos de lo esperado. Indica que la economía nacional tiene un marco de políticas macroeconómicas que en presencia de elevados grados de integración financiera y comercial a la economía global, la hace ser menos vulnerable que en años anteriores. La rotación del tipo de cambio, el compromiso con la meta de inflación y la política fiscal aseguran que los efectos de menor actividad en el mundo sean más acotados que en el pasado. Sin embargo, agrega el señor Vicepresidente, hay dos elementos que quiere destacar, que podrían reducir las presiones inflacionarias. En primer lugar, el menor crecimiento mundial debiera poner un límite en el aumento de los precios de los *commodities*, la principal fuente de aumento de inflación en lo que va corrido del año. En segundo lugar, agrega, mayores turbulencias financieras podrían resultar en un *shock* financiero negativo sobre la economía emergente, en momento en que los inversionistas buscan refugiarse del riesgo. Si bien hoy se puede absorber adecuadamente dichos *shocks*, sus consecuencias sobre la actividad no son nulas, y por lo tanto, pueden resultar en una reducción de las presiones inflacionarias. Indica que en el ámbito interno las noticias son coherentes con el escenario base. Sin embargo, existen señales que podrían aumentar los riesgos a la baja en materia de actividad, con sus consecuentes implicancias sobre los precios. Menciona el señor Vicepresidente que los registros de actividad solo han dado cuenta de los sectores de recursos naturales y energía, mientras el resto de la actividad continúa con una expansión dentro de los márgenes previstos. No obstante, agrega, hay algunas señales que podrían indicar una menor expansión del producto en los próximos trimestres, la caída de la confianza en los consumidores, aunque explicada mayormente por el aumento de la inflación, y algunos signos parciales de menor dinamismo en la construcción y en la demanda por bienes de consumo, si bien, dentro de los márgenes esperados, no permiten descartar que sean el resultado de genuinas expectativas de menor crecimiento del sector privado. Asimismo, hace presente que la desaceleración del elevado ritmo de aumento de las colocaciones, aunque esperables en un escenario de mayor estabilidad, tampoco permite descartar la hipótesis que sea por una menor demanda de crédito, producto de perspectivas menos auspiciosas. Menciona que este escenario de



BANCO CENTRAL DE CHILE

mayor incertidumbre ciertamente no alcanza a dominar el efecto de primer orden que representa el aumento de la inflación. Efectivamente, indica, el aumento de la inflación se ha dado en energía y alimentos, y una vez que descontamos estos componentes del IPC, el registro de inflación está en torno a 2%. Sin embargo, parte de estas presiones inflacionarias contenidas pueden ser precisamente consecuencia del aumento del gasto en energía y alimento, que una vez que sus precios se hayan normalizado, lo previsto en nuestras proyecciones a dos años podría resultar en nuevas presiones inflacionarias.

Estima el señor De Gregorio que los riesgos actuales no sugieren postergar un aumento de la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base. Más que eso, no le parece coherente con la visión de ajuste de la inflación a su meta, tal como lo señala la minuta de la Gerencia de División Estudios. Esto es coherente con un escenario base donde lo más probable es que la brecha del producto se esté cerrando y el PIB crezca a niveles de tendencia y por lo tanto, la Tasa de Política Monetaria debiera situarse en su nivel neutral, del cual, dadas todas las incertidumbres y en particular el escenario de actividad global, probablemente se está cerca.

En todo caso, agrega el señor Vicepresidente, mientras existan las actuales turbulencias y los elevados niveles de riesgo a la baja de la actividad nacional, y principalmente internacional, no le resulta tan obvio como fue durante la preparación del *IPoM*, que el próximo movimiento sea necesariamente al alza en un plazo relativamente breve. Por el contrario, estima que hay que mantener cautela y moderar cuidadosamente la resolución de los riesgos antes de comprometerse con algún sesgo del curso futuro de política monetaria y esto debiera ser explícito en el comunicado.

Por lo anterior, el Vicepresidente señor José De Gregorio señala que su voto es por aumentar la tasa de política monetaria en 25 puntos base.

El Presidente señor Vittorio Corbo agradece el análisis del *staff* y menciona que la inflación anual del IPC se ha incrementado por sobre el 4%, debido a *shocks* inesperados en precios de alimentos y de combustibles. *Shocks* estos últimos que se han incrementado en el margen, especialmente por alzas adicionales en los precios de alimentos perecibles y de los combustibles. En paralelo, las distintas medidas de tendencia inflacionaria han seguido aumentando y algunas ya se ubican en torno al 4% anual. Señala que las condiciones financieras internas siguen favorables y los costos laborales toman más dinamismo. En el lado de la demanda, los indicadores parciales de consumo y de inversión mantienen un importante dinamismo y a pesar de la volatilidad habitual de los datos mensuales, las últimas cifras de actividad son consistentes con el escenario base del *IPoM*.

Indica el señor Presidente que los desarrollos en el entorno externo han estado dominados por la intensificación de los problemas en los mercados monetarios y crediticios de los países industriales, desatados a partir de la crisis del mercado hipotecario subprime. Aunque evaluaciones de su extensión y sus eventuales consecuencias en las economías reales son aún prematuras, se argumenta que sus efectos en el crecimiento de Estados Unidos y de la economía mundial, no serían marginales. En el caso de Estados Unidos, la transmisión sería a través de una profundización del ajuste en la construcción de viviendas, menor dinamismo del consumo privado, y una más aguda restricción crediticia. El resto del mundo sufriría los efectos del menor crecimiento de Estados Unidos, de mayores primas por riesgo y una mayor restricción crediticia. En contraste, hasta ahora los precios de los productos primarios no han sido mayormente afectados por las turbulencias financieras, e incluso el precio del petróleo alcanza niveles de precio récord en dólares.

Agrega el Presidente señor Corbo que con una inflación por encima del límite superior del rango de tolerancia, con un nivel de producto que prácticamente no difiere del producto de tendencia, con un crecimiento proyectado del PIB por encima del crecimiento de PIB de tendencia, y con proyecciones de inflación anual que continuarían aumentando en los próximos meses, sigue siendo necesario evitar una eventual propagación no habitual de esta alza en la inflación anual a otros precios y a las expectativas de inflación de mediano y largo plazo.



**BANCO CENTRAL DE CHILE**

Señala el señor Presidente que el reciente *IPoM* proyecta que en el escenario más probable será necesario continuar reduciendo el estímulo monetario, especialmente en el horizonte cercano, para que la inflación se mantenga en 3% en el horizonte de política. Por lo anterior, lo más adecuado es subir la tasa de política monetaria en 25 puntos base.

Sin embargo, indica el señor Presidente, que con el deterioro de los mercados financieros internacionales y el resultante aumento en el riesgo a la baja en el crecimiento mundial, lo más prudente en esta ocasión es condicionar el curso futuro de la política monetaria a la evolución de la economía internacional y sus implicancias para la inflación proyectada.

Por lo anterior, el Presidente señor Vittorio Corbo señala que su voto es por un aumento de 25 puntos base en la Tasa de Política Monetaria.

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

113-01-070913 – Tasa de Política Monetaria.

En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile, por unanimidad de sus miembros, acordó aumentar la Tasa de Interés de Política Monetaria en 25 puntos base, a 5,75% anual.

Comunicado

“En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó aumentar la Tasa de Interés de Política Monetaria en 25 puntos base, a 5,75% anual.

Esta decisión es necesaria para que el alza de la inflación anual de estos meses sea efectivamente transitoria y la inflación proyectada en torno a dos años se mantenga en 3%.

Aunque el panorama externo relevante para la economía chilena sigue, en general, siendo positivo, han aumentado los riesgos de escenarios adversos. En efecto, en las últimas semanas los problemas en los mercados financieros internacionales se han intensificado. En otro plano, el precio del cobre se mantiene elevado, el del petróleo ha continuado aumentando y los precios de varios productos alimenticios siguen altos.

En el ámbito interno, más allá del desempeño de algunos sectores específicos, la información disponible sugiere que la actividad sigue dinámica. El crecimiento de las importaciones indica que la demanda interna continuaría expandiéndose con relativa fuerza en el tercer trimestre. El empleo asalariado continúa aumentando y las condiciones financieras internas se mantienen favorables.

La inflación anual del IPC se ha elevado por encima de 4%, afectada por una profundización de los inusuales aumentos de los precios de algunos alimentos, tanto perecibles como no perecibles. Estos últimos también han contribuido a incrementar la inflación subyacente IPCXI (que excluye combustibles, perecibles y algunos servicios regulados). Las medidas alternativas de la tendencia inflacionaria se ubican por sobre 3% y la tasa de crecimiento de los costos laborales ha aumentado. Las expectativas de inflación dan cuenta de un panorama comparable al del último *Informe de Política Monetaria*, ubicándose en niveles elevados para el corto plazo y cerca de 3% a plazos más largos.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Consejo estima oportuno señalar que la trayectoria futura de la TPM dependerá de la nueva información que se acumule y de sus implicancias sobre la inflación proyectada. De particular importancia para esto será el desarrollo del escenario internacional, la eventual propagación de los recientes *shocks* inflacionarios a otros precios y la evolución de las brechas de capacidad”.

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 18.10 horas.

JOSÉ DE GREGORIO REBECO  
Vicepresidente

VITTORIO CORBO LIOI  
Presidente

MANUEL MARFÁN LEWIS  
Consejero

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ  
Consejero

ENRIQUE MARSHALL RIVERA  
Consejero

ANDRÉS VELASCO BRANES  
Ministro de Hacienda

MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI  
Ministro de Fe





## BANCO CENTRAL DE CHILE

### ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 114 celebrada el 11 de octubre de 2007

---

En Santiago de Chile, a 11 de octubre de 2007, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Vittorio Corbo Lioi y con la asistencia del Vicepresidente don José De Gregorio Rebeco y de los Consejeros don Jorge Desormeaux Jiménez, don Manuel Marfán Lewis y don Enrique Marshall Rivera.

Asiste el señor Ministro de Hacienda, don Andrés Velasco Brañes.

Asisten también:

Gerente General, don Alejandro Zurbuchen Silva;  
Subgerente General, don Leonardo Hernández Tagle;  
Fiscal y Ministro de Fe (S), don Juan Esteban Laval Zaldívar;  
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;  
Gerente de División Política Financiera, don Pablo García Silva;  
Gerente de División Operaciones Financieras, don Esteban Jadresic Marinovic;  
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Igal Magendzo Weinberger;  
Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;  
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;  
Gerente de Mercados Financieros Nacionales, don Beltrán De Ramón Acevedo;  
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; y  
Secretario General, don Jorge Court Larenas.

El señor Presidente fija la fecha de la Sesión de Política Monetaria del mes de abril de 2008, para el día 10 de ese mes.

El señor Presidente señala que, como es habitual, se dará inicio a la presentación del informe económico y financiero de la Gerencia de División Estudios, el cual será presentado en la parte internacional, por el Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann B. y, en la parte nacional, por el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Igal Magendzo W.

El Presidente señor Vittorio Corbo ofrece la palabra al Gerente don Sergio Lehmann Beresi, para que inicie la exposición.

El Gerente de Análisis Internacional señor Lehmann señala que dentro de los puntos destacados durante el último mes se observan las medidas tomadas por los bancos centrales de economías desarrolladas y mercados financieros internacionales. Agrega que la mayor tranquilidad de los mercados ha contribuido al aumento en torno a 20 puntos base en la tasa de interés de largo plazo, lo que ha ocurrido tanto en Estados Unidos de América como en Europa. Indica que hacia delante las expectativas de tasa de política monetaria en Estados Unidos de América apuntan a un recorte adicional al esperado hace un mes, aunque la probabilidad se ha ido reduciendo en los últimos días, a propósito de indicadores de actividad así como de mercado laboral.



Hace presente el señor Lehmann que para la Zona Euro el mercado apuesta a una mantención de la tasa de política monetaria para los próximos meses. El dólar por su parte, se deprecia de manera generalizada en los mercados internacionales.

En términos de actividad señala el señor Gerente que los indicadores así como la confianza en las economías desarrolladas, continúan recogiendo los efectos de las turbulencias financieras, lo que se ha reflejado en menores proyecciones de crecimiento para estas economías, especialmente hacia el 2008. Agrega que destacan las proyecciones significativamente menores que ha entregado recientemente el Fondo Monetario Internacional y que serán discutidas la semana próxima en su Reunión anual. No obstante, las perspectivas de crecimiento en economías emergentes mantienen su dinamismo, lo que ha contribuido a mantener elevado los precios de los *commodities*, de hecho el precio del cobre aumenta cerca de 10% durante el mes, mientras que el petróleo BTI continúa en torno a US\$ 80 el barril e incluso algo por encima en los últimos dos días. Comenta el señor Lehmann que las correcciones de ambos precios son significativamente al alza para los años 2008 y 2009.

En el caso de los mercados emergentes, señala el Gerente señor Lehmann, las bolsas se han recuperado con sorprendente fuerza y los premios soberanos han caído, observándose un retorno de inversionistas a esas economías. Por otra parte, señala que en términos de crecimiento mundial, se observa a octubre que *Consensus Forecast* informa de una revisión marginal hacia arriba, que se debe a una revisión también marginal respecto a Estados Unidos de América, influenciado por la decisión más reciente de la Reserva Federal. En la Zona Euro, sin embargo, se observa una revisión hacia la baja. Comenta que posiblemente lo que resulta más relevante es prestar atención a lo que el Fondo Monetario Internacional está observando, considerando que el *Consensus Forecast* tiene cierto rezago. Agrega que en ese sentido, existe cierta concordancia en torno a 2007, el cual estaría prácticamente cerrado. Manifiesta el señor Lehmann que hacia el año 2008 se presenta una fuerte corrección hacia abajo, equivalente a tres décimas influenciado por la menor proyección de crecimiento para Estados Unidos de América; cinco décimas más menos también referida a alguna revisión tanto en Europa como en Japón, marginalmente en China, mientras el resto de Asia es algo más dinámico de lo que se preveía en septiembre, como lo indica dicha publicación.

Señala el señor Lehmann que respecto a indicadores de actividad para dar cuenta de los elementos que han estado detrás de las revisiones, se observan primero los indicadores de actividad en Estados Unidos de América en donde predominan las noticias negativas asociadas, por ejemplo, a ventas minoristas, a mercado de la vivienda en Estados Unidos de América, indicadores de construcción e indicador líder del *Conference Spot*. Comenta que, sin embargo, también ha habido algunas cifras positivas que han contribuido a un aumento más reciente de las tasas largas y a una mejor percepción en términos de cuál podría ser la evolución de la mecánica de crecimiento en esta economía. Señala que el consumo personal nominal muestra un aumento por sobre lo esperado, de igual manera que el ISM de servicios. Asimismo, en relación a la encuesta de creación de empleo conocida la semana pasada, ésta se muestra por sobre lo que se esperaba, pero principalmente presenta una revisión de la cifra de los meses anteriores.

Hace presente también el señor Lehmann que en relación a la confianza de consumidores, tal como se destacaba, sigue recogiendo efectos de las turbulencias financieras. Se observa que el *Conference Board* tiene un movimiento hacia abajo y también el Indicador de la *Universidad de Michigan*, que está recogiendo efectos de las turbulencias financieras. Indica el Gerente de Análisis Internacional que el dato marginal del consumo personal real tiene una fuerte correlación con estos dos indicadores y muestra una cifra algo mayor de lo que se anticipaba y de hecho un crecimiento por sobre lo que se había previsto.



En el caso del mercado laboral, señala que éste registra un menor dinamismo, no obstante las revisiones de los meses anteriores así como también, el dato marginal. Por su parte, la creación de empleo muestra una desaceleración y una correlación relativamente alta con el consumo, entendiéndose que se trata de una fuente importante de los ingresos. También señala que se observa una revisión hacia el alza del empleo durante el último mes y del consumo personal que, como se había señalado, está mostrando alguna recuperación. La creación de empleo por parte del sector manufacturo y de la construcción, en general mantiene la falta de dinamismo, e indica que a su parecer lo que sostiene el mercado laboral es principalmente el sector servicios, que es justamente el que muestra una recuperación hacia el último mes.

Respecto a la inflación indica el señor Gerente que ésta se ha mantenido bien contenida, apoyada por los indicadores de identidad que dan cuenta de la desaceleración. Agrega que el *PCE Core* subyacente se ha mantenido por varios meses por debajo de 2%, en torno a 1,8% más menos, 1,9% en meses anteriores. Por su parte, el IPC está dando cuenta de un ajuste hacia abajo, lo que estaría relacionado en cierto grado con un menor dinamismo de la actividad. Señala que existe una suerte de correlación entre los componentes del IPC con los indicadores de ISM, los que tienen algún grado de correlación.

El Gerente de Análisis Internacional señala que, respecto a Europa, los indicadores han sido negativos, lo que daría cuenta de una desaceleración en la actividad que es lo que han estado recogiendo las proyecciones más recientes para esa Zona para el año 2008. Indica que destacan los PMI manufacturero y de servicios, que muestran una desaceleración importante en el crecimiento. Por su parte, señala que los sentimientos económicos y las percepciones de la economía hacia delante, también muestran una desaceleración, particularmente en Alemania e igualmente en Francia, Italia y en las principales economías de la Zona Euro. Indica que en el caso de precios y servicios se observa algo similar.

En el caso de Japón, contrariamente a lo que se observa en Europa y Estados Unidos de América, predominaron las notas positivas en el margen. Indica que el consumo de hogares ha sido favorable, la producción industrial por sobre lo anticipado, y la Encuesta *Timing* que da cuenta de las percepciones de las empresas respecto a la evolución de la economía, ha sorprendido también positivamente. Señala que la Encuesta *Tankan* que es la que recoge las percepciones de las empresas, ha estado sostenidamente en valores positivos y muestra una cifra por sobre lo previsto y cierta correlación con el PIB, no obstante si se observan los últimos dos años eso se ha atenuado. Destaca el señor Lehmann que el gasto en capital ha aumentado y por tanto, se podría anticipar que hacia el tercer trimestre la inversión, que mostró una fuerte desaceleración en el último trimestre, en el segundo mostraría una recuperación. Agrega que la probabilidad de recesión en Estados Unidos de América, se ubica en torno a 30% para el primer trimestre del año 2008, manteniéndose estable los últimos dos meses. Indica que el modelo que se utiliza y que está basado en un trabajo del Economista señor *Jonathan Wright* del año 2006 muestra una caída, o sea que la probabilidad de recesión cae porque simplemente se recoge el hecho de que la Reserva Federal o la autoridad monetaria actúa reduciendo tasas lo que hace que se reduzcan las probabilidades de recesión hacia delante. Indica el Gerente señor Lehmann que lo importante en este sentido, es que la probabilidad de recesión, al menos para el primer trimestre del próximo año, se ha mantenido relativamente estable en torno a 30%.

Respecto a precios de *commodities*, señala el Gerente señor Lehmann que se observan variaciones respecto a la última Reunión de Política Monetaria, en donde destaca el fuerte aumento del cobre en torno a 10%. Por su parte, el petróleo también ha aumentado marginalmente, pero se ha mantenido por sobre lo anticipado. Asimismo, la gasolina muestra una cierta reversión debido al aumento de la capacidad de refinación en el Golfo de México y además que corresponde a la época en que el consumo de gasolina tiende a disminuir por



efectos de estacionalidad. Por otra parte, señala que el precio del trigo ha aumentado y en algún momento éste fue más significativo, pero tendió a revertirse en los últimos días. El precio del maíz por otro lado, se ha mantenido relativamente estable, marginalmente hacia la baja. La celulosa ha aumentado, el molibdeno no presenta cambios y la harina de pescado marginalmente a la baja.

Menciona el señor Lehmann, que para recoger un punto que se ha mantenido sostenidamente en esta mesa en otras Reuniones, cabe señalar que el precio nominal del petróleo BTI, indizado 2006 igual a 100 y ajustado por una canasta de monedas, utilizado para el objeto de recoger el efecto que podría haber tenido la depreciación del dólar, está construido sobre la base de los datos de importadores del *commodity*. Agrega que se tomó la canasta de los principales consumidores de petróleo y cobre respectivamente, se efectuó el ajuste y se observa que efectivamente existe un componente importante del movimiento que está asociado a la depreciación del dólar, esto exclusivamente para efectos de valoración, descontando eventuales efectos que pudiese estar produciendo en demanda. Indica que en el caso del cobre ocurre algo similar. Señala que los ponderadores mencionados son algo distintos en uno y otro caso, porque está tomado sobre la base de los principales consumidores de los respectivos *commodities*.

Respecto al aumento del precio del cobre, señala el señor Lehmann que éste está situado claramente por sobre lo que se había registrado en la Reunión pasada, y que las proyecciones están recogiendo los eventos más recientes. Sin embargo, se sigue considerando una convergencia hacia los valores que tenían en la Reunión pasada y existe una visión recogida en el modelo de que estos efectos podrían tener algún grado de transitoriedad.

Indica que en cuanto al precio del petróleo, éste ha aumentado en el caso del BTI, manteniéndose estable en torno a US\$ 80 lo que está asociado a una razón inventario-demanda, componentes fundamentales que han estado detrás de este aumento. En el caso de la gasolina, que también ha mostrado un precio que se ha mantenido relativamente alto en torno a US\$ 550 por metro cúbico, también se asocia a una razón inventarios-demanda, factores fundamentales que se han mantenido relativamente altos.

Respecto a las proyecciones, señala el Gerente señor Lehmann que se están utilizando precios futuros. Se observan los futuros para el precio del petróleo y los que existían en la Reunión de Política Monetaria de septiembre, observándose un ajuste sustancialmente importante hacia arriba en torno al 10%. En el caso de la gasolina se observa un comportamiento similar y que es una revisión importante en las proyecciones hacia delante, sobre la base tanto del petróleo como de la gasolina.

En el caso de los granos, comenta el señor Lehmann que durante el último mes se observa un aumento importante. Sin embargo, señala que durante los últimos días el precio del trigo ha tenido una fuerte reversión, una caída en torno a 15%, aproximadamente, durante la última semana, asociado fundamentalmente a información de importantes aumentos en las plantaciones de trigo en Estados Unidos de América y también a algunos factores climáticos que han favorecido o que hacen anticipar buenas cosechas hacia delante.

Señala el Gerente señor Lehmann que respecto a la Tasa de Política Monetaria existe un movimiento a la baja respecto a lo que se había anticipado hace un mes. Se observa el recorte de 50 puntos base por parte de la Reserva Federal; un movimiento en la misma dirección es uno de los perfiles de los futuros tanto en Europa como en Japón. Respecto a la probabilidad de cambio de la *Fed Funds* en la Reunión de diciembre, señala que a partir de las opciones al 13 de septiembre se observa que existía mucho más dispersión. En relación a lo que ocurrirá en la misma fecha en diciembre de 2007, ya está recogido el recorte de 50 puntos base. Señala que lo que se observa es que de todas maneras hay un porcentaje mayoritario que espera la mantención, pero si se incorporan las posibilidades de recorte de 25 ó 50 puntos base existe una probabilidad de 60% que el mercado apunta a una reducción de tasa ya sea de



25 o de 50 puntos base y un 40% que estima que este recorte no se produciría. Indica el señor Lehmann que lo anterior ha cambiado bastante las últimas semanas, ya que el mercado en su gran mayoría estimaba un recorte al menos de 25 puntos base a diciembre.

Menciona el Gerente de Análisis Internacional que las tasas largas tendieron a aumentar y que el último aumento está asociado al informe del mercado laboral, lo que se ha manifestado tanto en la tasa nominal como en la tasa real y de hecho a partir de la compensación de cinco en cinco, las expectativas inflacionarias se han mantenido relativamente estables e incluso hacia la baja a partir de hechos de los informes respecto a *PCE Core* por ejemplo, los que han estado dando cuenta que la inflación está relativamente controlada. Indica el señor Gerente que en Europa se observa un aumento en la medida que se comenzó a observar mayor tranquilidad en los mercados de la tasa larga y en Japón también el incremento ha sido más pronunciado, como resultado de las buenas noticias de actividad y *Tankan* de esa economía.

Respecto de la liquidez en los mercados monetarios, señala el Gerente señor Lehmann que ésta tendería a normalizarse gradualmente. En el gráfico que exhibe se observa que se mantiene el alto *spread* entre *Libor* y TPM pero de acuerdo a los futuros esto debiera tender a reducirse gradualmente y se estaría prácticamente eliminando ese premio asociado a *Libor* versus *Fend Funds* a mediados de 2008, lo que se registra tanto en Estados Unidos de América como en Europa.

Comenta el Gerente de Análisis Internacional que en relación a las paridades, se observa que el dólar continúa perdiendo terreno frente a las principales monedas. Indica que el Yen japonés, la Libra, el Euro, dan cuenta de la depreciación que ha estado mostrando la referida moneda. Lo anterior se ha extendido incluso más marcadamente a las monedas de economías emergentes y exportadoras de *commodities*, con especial fuerza en la apreciación que ha mostrado el dólar neozelandés, el dólar australiano, el real brasileño, el peso colombiano, y otras.

En el caso de las bolsas, señala el Gerente señor Lehmann, éstas han estado aumentando con sorprendente fuerza. Indica que en el caso de mercados emergentes este fenómeno ha sido aún más marcado y de hecho se está por sobre los niveles previos a las turbulencias financieras y crisis *subprime*. De igual manera, en el caso de las economías desarrolladas alcanzó también niveles algo mayores que los que se observaban el 19 de julio pasado.

El Consejero señor Enrique Marshall consulta si en el gráfico que da cuenta de la elaboración de varios *commodities* se incorpora la caída del precio del trigo. El Gerente señor Lehmann señala que se agrega parcialmente esa información, ya que se elaboró hace un par de días y durante ese período el precio del trigo ha continuado cayendo a diferencia de lo que sucedía algunos días atrás en que había tenido un alza de entre 10% a 15%, lo que se revirtió posteriormente.

El Consejero señor Manuel Marfán sobre el mismo tema recuerda que en el caso de Chile, la cosecha del trigo se inicia durante diciembre, pero el grueso es en enero y febrero. Agrega que en esos meses se fija un precio interno que poco depende del precio internacional, sino que de la oferta y demanda local. En consecuencia, indica que poco tiene que ver con el precio internacional, ya que éste se va haciendo más relevante en la medida que va avanzando el año calendario.



El Vicepresidente señor José De Gregorio señala que tiene la duda de cómo el precio futuro puede tener una caída tan grande si no existe arbitraje. El Gerente señor Lehmann señala que la cosecha corresponde al hemisferio norte y se trata de un tema técnico que lo han conversado en otras oportunidades y que habría que buscar un mecanismo para desestacionalizar esos indicadores.

El Consejero señor Jorge Desormeaux señala que le llama la atención lo acontecido con el maíz, ya que en el gráfico que se exhibe aparecen cayendo los inventarios. Agrega que hace algunas semanas un artículo *New York Times* señalaba que los subsidios a la producción de maíz en Estados Unidos de América habían generado un aumento de la producción tan grande que ya no había donde guardar maíz y que se estaba produciendo una especie de crisis. Indica que esto no lo observa en el gráfico referido, en la proyección de precios ni en la evolución de inventarios.

El Gerente señor Lehmann señala que esas noticias se reflejaron en la caída que ha comentado y es probable que este dato de inventario todavía no recoja lo más reciente porque están tomados con cierto rezago, pero justamente la información de cosechas de maíz en el hemisferio norte constituyen el origen de esta caída.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que quiere referirse al tema de los aumentos observados para el cobre y los metales en general, y consulta si se tiene algún diagnóstico más preciso respecto de la fortaleza que han estado mostrando los precios de los metales o si en particular se trata sólo de factores comerciales o de información que viene de los mercados financieros.

El señor Lehmann señala que existen tres noticias importantes en el último mes. La primera de ellas fue la sorpresa para los mercados del cobre que están asociados a la demanda de China, que se esperaba se iba a desacelerar en cierto grado lo que no ocurrió y se mantuvo en niveles relativamente altos. El segundo factor, que es de carácter transitorio, es que se mantuvieron las incertidumbres relativas a la producción derivada de algunas huelgas en yacimientos mineros peruanos importantes. En tercer lugar, está asociado a la depreciación del dólar que tal como se mostraba en el gráfico, y que ha tenido algún impacto en la evolución. Y el cuarto factor está asociado con la tranquilidad de los mercados, que se refiere a la incertidumbre, la sensación de crisis o de riesgo en los mercados internacionales, lo que ha permitido recuperar en cierto grado la demanda por *commodities* particularmente de fondos de inversión que efectivamente han estado recuperando posiciones en estos mercados.

El Presidente señor Vittorio Corbo, sobre el mismo tema, señala que pareciera que los mercados tienen un escenario bastante benigno con respecto al impacto de los países emergentes y de lo que está pasando en los países industriales. Agrega que ese escenario ha significado que las bolsas y los precios de los *commodities* suban y las primas por riesgo bajen.

El Gerente señor Lehmann señala que, respecto a proyecciones, toda esta información lleva a revisarlas hacia el alza. En el caso del cobre existe un aumento de casi 15 centavos para este año y para el próximo algo menor, producto de la trayectoria que se está suponiendo. Por su parte, en el caso del petróleo existe un aumento importante al alza, particularmente hacia el 2008, que estamos proyectando hoy sobre la base de futuros del orden de casi 10% más, lo mismo que para el 2009 que también se ve más alto. Y por otro lado, el trigo y maíz también a niveles algo mayores.

4



En cuanto a los futuros de *Libor* el Consejero señor Manuel Marfán señala que entiende que el grueso de los problemas de liquidez en el mercado financiero de Estados Unidos de América son a tres meses plazo y por lo tanto para un banco es fácil endeudarse *overnight*, también endeudarse a un año plazo pero resulta complicado endeudarse a tres meses sin pagar un premio alto ya que no es una condición habitual.

El Consejero señor Enrique Marshall manifiesta que existe otra consideración que hay que tener en cuenta y es que en el universo de bancos en Estados Unidos de América que concurre a la determinación de una tasa y otra son diferentes. Agrega que en este aspecto, el mercado de fondos federales es un mercado protegido por la Reserva Federal en donde concurren los principales bancos norteamericanos. En cambio el mercado *Libor* es un mercado abierto al que concurren distintos bancos unos con más o con menos protección, por lo tanto el nivel de riesgo es completamente distinto.

A continuación, el Presidente señor Vittorio Corbo ofrece la palabra al Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Igal Magendzo Weinberger, para que presente la exposición sobre la parte nacional.

El Gerente señor Magendzo señala que los antecedentes conocidos en el último mes dan cuenta de un panorama en que la actividad volvió a crecer a una tasa inferior a 5% anual en el mes de agosto, concretándose uno de los riesgos que se previó en el *IPoM* del mes de septiembre último. Señala que de esta forma, el crecimiento de la actividad en el tercer trimestre habría sido menor que el proyectado en esa ocasión, situación que parece ir más allá del desempeño de algunos sectores específicos y cuya persistencia es aún incierta. Agrega que la inflación, por su parte, volvió a mostrar un registro elevado en el mes de septiembre, y se prevé que en los próximos meses se ubicará por sobre lo proyectado en el último *IPoM*.

Por otra parte, señala el señor Magendzo, que en los mercados financieros nacionales la mayor novedad del mes ha sido la apreciación del peso, en gran medida siguiendo la depreciación del dólar en los mercados internacionales. Agrega que en comparación con la reunión anterior, el peso se ha apreciado 2,4% respecto del dólar estadounidense, valor que disminuye a 1% cuando se considera una canasta de monedas, y a 0,4% cuando se excluye el dólar de esa canasta, TCMX. A su vez, el Tipo de Cambio Real, TCR, ha disminuido más que la medida nominal multilateral, producto de las altas inflaciones internas de los últimos meses, que superan los incrementos en la inflación externa relevante. Así, en el mes de septiembre se estima que el Tipo de Cambio Real se ubicó en 91,6, 94,5 y 93,3 en julio y agosto, respectivamente, y que en los últimos cinco días hábiles promedió cerca de 90.

El Gerente de Análisis Macroeconómico indica que el resto de las variables del mercado financiero nacional no tuvieron grandes cambios. Por su parte, las expectativas de la Tasa de Política Monetaria que se deducen de la curva *forward* se mantuvieron relativamente estables, e incluso algo a la baja hasta la publicación del IPC del mes de septiembre pasado, momento en el que esta curva se desplazó levemente hacia arriba, especialmente, en el corto plazo. Con todo, estas perspectivas apuntan a que se produciría un nuevo incremento de la Tasa de Política Monetaria de 25 puntos base este año y un aumento adicional de igual magnitud el año 2008. Otros indicadores de expectativas, como las tasas *swap* y las encuestas a operadores de mesas de dinero apuntan en una dirección similar, con algunas diferencias sobre la oportunidad del ajuste y con una parte del mercado que prevé que el aumento se dará en la reunión de este mes. Agrega que la Encuesta de Expectativas Económicas del mes de octubre, muestra que los analistas esperan solo un incremento más de la Tasa de Política Monetaria hasta 6% en los siguientes dos meses, manteniéndose en ese nivel hasta fines del



horizonte habitual de proyección. Por otro lado, el crecimiento anual de los agregados monetarios y crediticios sigue en niveles altos, destacando el aumento de las colocaciones a empresas, a la vez que las emisiones de acciones al tercer trimestre totalizan montos similares a los de todo el año 2006. Señala que en todo caso, en el mes de septiembre continuó observándose un aumento del *spread* de bonos corporativos y de las tasas de interés en dólares, ambos fenómenos relacionados tanto con factores locales como con la menor liquidez internacional.

Hace presente también, que los indicadores del mes de agosto siguieron dando cuenta que la actividad muestra un dinamismo menor que el considerado en el escenario base, principalmente, por el débil desempeño de los sectores ligados a recursos naturales —minería, pesca y electricidad, gas y agua—, materializando el riesgo a la baja que se contempló en el *IPoM* del mes de septiembre. Agrega que el *Imacec* de agosto aumentó 4,5% anual, 4,7% considerando la composición de los días calendario, valor por debajo tanto de la proyección del mes pasado como de lo esperado por la mayoría del sector privado. Con esto, el crecimiento proyectado para el tercer trimestre y, por ende, para la segunda mitad del año 2007, sería inferior a lo que se verificó en el primer semestre, llevando a que el incremento anual del PIB se ubique incluso algo por debajo del rango de 5,75%-6,25%, que se proyectó en el mes de septiembre.

Por otra parte, el señor Gerente de Análisis Macroeconómico menciona que en el mes de agosto los indicadores de consumo privado tuvieron, al igual que en el mes de julio, tasas de crecimiento anual inferiores a las del segundo trimestre del año, especialmente en lo que se refiere al consumo durable. Con ello el consumo privado, si bien continúa dinámico, presenta en el tercer trimestre un crecimiento algo menor que en la primera parte del año, fenómeno cuya persistencia es difícil de evaluar con la información disponible. Agrega que si bien las perspectivas para lo que resta del año no se modifican sustancialmente, puesto que las importaciones de bienes de consumo siguen en niveles altos, la tasa de desempleo es aún baja y las colocaciones siguen creciendo a tasas elevadas. Indica que la persistente debilidad de los indicadores de expectativas y el efecto de los aumentos del IPC en el ingreso disponible, implican un riesgo a la baja. Por el lado de la inversión, la nueva información solo incluye las importaciones de bienes de capital de septiembre, a partir de lo cual, se sigue previendo un panorama sin mayores novedades.

Señala el señor Magendzo, que la actividad de los sectores de servicios — comercio, transporte y comunicaciones— mantiene el dinamismo de los meses previos y no muestra grandes cambios en sus perspectivas. En contraste, la actividad industrial muestra tasas de crecimiento anual que se han desacelerado en el curso del año, aunque con heterogeneidad entre sectores y destacando que las ramas que más desaceleran su crecimiento en el mes de agosto, son aquéllas agrupadas en no transables, mientras las transables y de oferta, son aquéllas mayormente afectadas por el episodio de cambio en el origen del consumo habitual, desde nacional a importado, que se detectó el año 2006 y que siguen creciendo a tasas superiores a las del año pasado. Menciona que más allá de lo anterior, gran parte del menor crecimiento de la actividad en el mes de agosto se debió al desempeño de EGA y, respecto de las proyecciones, al débil desempeño de la minería, el que estuvo asociado a mantenciones no anticipadas y a la extracción de mineral de menor ley. Lo anterior, se contrapone con las expectativas de un mayor crecimiento para el tercer trimestre, dada la menor base de comparación del año 2006, ocasionado por los derrumbes y huelgas que afectaron a ese sector. También destaca en el sector minero la caída en el crecimiento del volumen de las exportaciones de cobre, que probablemente llevará a un bajo incremento de los envíos al exterior en el segundo semestre y tendrá como contrapartida, un aumento de las existencias.





Por el lado de la política fiscal, se destacó la entrega de los principales parámetros que tendrá el presupuesto fiscal del año 2008 para el próximo año. Menciona que en lo principal, el gasto fiscal crecerá a una tasa de 8,9% real anual, valor similar al que se consideró como más probable en el escenario base del *IPoM* del mes de septiembre, terminando ese año con un balance global de 4,8% del PIB.

Asimismo, comenta el señor Magendzo que los datos del mercado laboral de agosto mostraron un nuevo incremento de la tasa de desempleo que, eliminada estacionalidad, avanzó a 6,9%, más 0,4 punto porcentual respecto del mes previo, con lo cual se acumuló un aumento del orden de 0,6 punto porcentual en los últimos dos meses, aunque sigue algo por debajo de varias estimaciones para su valor, coherente con la estabilidad de precios. Por su lado, el empleo total siguió creciendo a tasas anuales del orden de 3%, aunque con una velocidad de expansión cercana a cero. Señala que el empleo asalariado mantuvo una tasa de crecimiento cercana a 5% anual y el empleo por cuenta propia, luego de tres meses de variaciones levemente positivas, registró una caída de 0,7% anual. La fuerza de trabajo, a su vez, anotó la mayor variación desde fines del año 2005, 1,8% anual, con un leve incremento mensual, luego de tres meses de descensos. Por otra parte, los datos de la Asociación Chilena de Seguridad muestran que el empleo sigue creciendo a tasas anuales elevadas, 7,9% en agosto, aunque con un leve descenso respecto del crecimiento registrado el mes previo.

Hace presente el señor Gerente de Análisis Macroeconómico que en el mes de agosto los salarios nominales crecieron a tasas anuales similares a las del mes anterior, interrumpiendo el aumento en su tasa de crecimiento de los meses previos, aunque con incrementos relevantes en sus velocidades de expansión. Agrega que el IREM creció 8% anual, 8,1% en julio y el costo de la mano de obra tuvo un incremento anual de 5,7%, igual que en el mes de julio. Menciona también que en términos reales, ambos indicadores registraron reducciones en sus tasas de variación, alcanzando el CMO y el IREM tasas de 1% y 3,2% anual, respectivamente. Por su parte, el IREMX y el CMOX registraron leves descensos en sus tasas de variación anual, ubicándose en 7,5% y 5,8%, respectivamente. Por el contrario, los salarios medidos por la Asociación Chilena de Seguridad tuvieron un incremento en su tasa de variación anual, pasando desde 4,9% en el mes de julio a 5,6% en agosto, lo mismo que el IREM ponderado por CMO que creció 5,3% anual, 5,1% el mes previo. Asimismo, señala que el crecimiento anual de los CLU tuvo un importante aumento a la vez que sus velocidades de expansión continuaron con la tendencia al alza de los últimos meses. Agrega, que la información adicional de costos laborales no es aún suficiente para precisar con exactitud cuánto del aumento de los salarios responde a la indización esperable dado los niveles que ha alcanzado la inflación en lo más reciente y, cuánto de ello pudiera responder a un traspaso mayor que lo habitual de este mismo fenómeno. Los últimos registros de los CLU, aunque siempre dentro de rangos coherentes con la meta de inflación, estarían creciendo algo más que la indexación habitual, lo que pone una nota de cautela respecto de la posible materialización de presiones salariales.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señala que en el mes de septiembre, nuevamente se registró una elevada variación del IPC en la que destacó el incremento en el precio de los alimentos. Menciona que el aumento mensual del IPC fue de 1,1%, 5,8% anual, mientras el IPCX e IPCX1 registraron aumentos de 1%, 5,0% anual y 0,9%, 5,8% anual, respectivamente. Agrega que las velocidades de expansión de los tres indicadores también registraron incrementos relevantes, ubicándose por sobre 8% en el caso del IPC y del IPCX1 y cercana a ese valor para el IPCX.



Asimismo, el señor Magendzo señala que las medidas de tendencia inflacionaria continuaron aumentando. Por su parte, tanto el IPC que excluye los precios de la energía y los alimentos como el IPCX1, sin alimentos, registraron aumentos en sus tasas de variación anual. El primero, se ubicó levemente sobre 2% y el segundo, algo por sobre 3%, valor no alcanzado desde el año 2002. Menciona también, que el aumento anual del IPC de bienes fue mayor al del IPC de servicios, excluidos tanto los precios de los ítems más volátiles como de los precios regulados, ampliando una brecha entre ambos de signo contrario a la que se observó a comienzos del año, cuando el IPC de servicios crecía más que el de bienes. Comenta, que al igual que entonces, considerando la mayor persistencia de la inflación de servicios, es esperable que la de los bienes retroceda, lo que es coherente con el descenso proyectado de la inflación total.

Menciona también el señor Magendzo que las expectativas de inflación de corto plazo del sector privado también apuntan a que a fines de año la inflación IPC sería considerablemente mayor que lo previsto el mes pasado, mientras se mantiene cerca de 3% para el horizonte de política monetaria. Menciona que según la Encuesta de Expectativas Económicas del mes de octubre, la inflación se ubicaría en 6,3% anual a diciembre, 4,8% y 5,7% en agosto y septiembre, respectivamente. Indica que a un plazo mayor, se sigue considerando que los *shocks* actuales son en gran parte transitorios. Por otra parte, a un año plazo, la encuesta a los operadores de mesas de dinero prevé una inflación de 3,55%, 3,7% en septiembre, proyección que a dos años se ubica en 3,25%, 3,2% en septiembre.

Hace presente el señor Magendzo, que las medidas indirectas de expectativas de inflación que se derivan de los precios de los activos financieros presentan movimientos mixtos, pero también son coherentes con un escenario de inflación transitoriamente elevada. Señala que la compensación inflacionaria de 1 en 0 se ubica cerca de 4%, mientras la de 1 en 1 disminuyó, contemplando una inflación de 3,13% y 3,30% en septiembre, lo mismo que la de 3 en 2 que se ubica en 3,46%, 3,64% en septiembre y la de 5 en 5, por su parte, se mantiene en torno a 3,2%.

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

En relación al tipo de cambio real el Gerente de Mercados Financieros Nacionales señor Beltrán De Ramón señala que quisiera informar en términos generales sobre las razones fundamentales de los movimientos o transacciones que se han producido desde la última Reunión de Política Monetaria. Señala el señor Gerente que se ha observado que la posición neta de inversionistas extranjeros, que hace unos meses era fuertemente compradora en dólares se ha ido deshaciendo, y esto por contratos que no se renovaron y también por nuevos contratos de venta de dólares. Supone que ello puede deberse a que se estén deshaciendo operaciones de un *carry-trade* o simplemente que se esté apostando a la apreciación del peso. Agrega que se estima que esta disminución es de unos cuatro mil quinientos millones de dólares en un mes y medio, aproximadamente. Además, comenta que paralelamente a esa situación, en las semanas anteriores, las AFP habían estado comprando, incluso en el *forward*; probablemente apostando a que el tipo de cambio se mantenía entre quinientos y quinientos cinco pesos y, por lo tanto, la semana pasada cerraron esta posición vendiendo dólares a futuro, lo que estima particularmente importante. Por otra parte, señala que el día lunes en Estados Unidos de América que era un día inhábil hubo fuertes transacciones en el mercado local, producto de transacciones de institucionales. Asimismo, señala que se ha podido observar de manera permanente en el último mes, la existencia de una venta de dólares producto de una o más adquisiciones bancarias, lo que está considerado en las expectativas del mercado.



El Consejero señor Jorge Desormeaux señala en cuanto a la caída del tipo de cambio real, que se trata de una baja importante, en parte porque se aprecian las paridades respecto al dólar, y que por otro lado, en el caso del tipo de cambio real, se manifiesta en el aumento de la inflación. Agrega, que ese aumento no es realmente una pérdida de competitividad porque están subiendo fundamentalmente los alimentos. Indica que éstos no son costos para la gran mayoría de los empresarios, pero tal como el Banco mide este indicador con todas las limitaciones que tiene, aparece como una pérdida de competitividad, aunque estrictamente no lo es y sí lo podría ser si estos aumentos de precios el día de mañana se trasladan a los salarios.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que tiene la impresión que el Banco debiera decir algo sobre este tema. Por ejemplo, mencionar que el nivel del tipo de cambio es normal y adecuado. Agrega que tiene la idea que el mercado está tratando de entender qué es lo que está sucediendo de manera de concluir si este fenómeno continúa o se termina. Al respecto, señala el señor Consejero que habría que tener algunas interpretaciones para lo que sucede. Le parece que lo único fundamental que está ocurriendo es la depreciación del dólar en los mercados internacionales y por lo tanto, lo que habría que explicar es por qué Chile se mueve más o menos rápido o con mayor o menor sincronización, respecto a lo que está sucediendo en otros países a modo de referencia. Por ejemplo, cree que aparentemente Chile tendría algún grado de conexión con el mercado cambiario brasilero, ya que en una oportunidad cuando hubo una gran depreciación en Chile coincidió también con el momento en que en Brasil estaban con sus premios soberanos al máximo y con tasas de interés muy altas. Agrega que de lo anterior podría hacer algún racionamiento en el sentido que si las monedas están correlacionadas, el real y el peso, y la tasa de interés real en Chile está más baja que en Brasil, resulta rentable cubrirse de riesgo real-dólar, cubriéndose a través del mercado chileno con un riesgo real-peso y no un riesgo real-dólar. En su opinión, cree que mientras exista esa correlación no ve inconveniente, pero si esa correlación se rompe entonces se deshace esa posición. También si se está comprando en pesos y lo que ocurrió fue que el real se apreció y el peso se depreció, se encuentra sobrecomprado en pesos y por lo tanto, estima que al peso algo le pasará. Entonces, lo que se hace es cubrirse efectuando una operación espejo, que consiste en empezar a vender *forward* en vez de comprar y ello se corrige finalmente cuando se vuelven a correlacionar.

Comenta el Consejero señor Marfán que este efecto le parece bastante perverso, porque es similar a lo que le pasó a los brasileños con la deuda rusa, esto es si el *long-term* capital se cubría del riesgo ruso comprando bonos brasileros. Finalmente, lo que ocurrió fue que el riesgo ruso y el riesgo brasilero soberano quedaron correlacionados. En su opinión, en la situación de Chile el sólo hecho de usar ese tipo de arbitraje tiende a aumentar aún más la correlación y por lo tanto, los grados de libertad que se tienen se empiezan a reducir, dependiendo de lo que pase en Brasil que para este último son operaciones relativamente pequeñas dado el tamaño de esa economía y para Chile pueden ser operaciones relativamente elevadas atendido al tamaño de nuestra economía. Asimismo, comenta que en la situación de Chile puede haber elementos de especulación financiera, de miradas muy de corto plazo, que tienden a generar efectos que pueden ser muy contraproducentes y provocar esos movimientos desincronizados. En su opinión, este fenómeno debiera analizarse a fin de determinar qué es lo que en realidad estaría sucediendo.

El Vicepresidente señor José De Gregorio, señala que el tema que se debate es un fenómeno internacional masivo de colapso de algunas monedas y que de las cifras que se han entregado, en cualquiera de las dimensiones se podría decir que al menos la mitad es el dólar de Estados Unidos de América y su magnitud es significativa.



El Consejero señor Manuel Marfán cree que lo fundamental es la depreciación del dólar, que su comentario es en ese sentido, y el punto que hay que explicar es todo lo que es externo a ese fenómeno, ya que no quisiera que su argumento se tomara para concluir que el problema no es la depreciación de la moneda americana.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Esteban Jadresic, sobre el *carry-trade*, sus efectos y también la situación actual, señala que existen muchas historias y probablemente está sucediendo algo importante en esa materia. Agrega que el signo con que opera esto y su impacto en el tipo de cambio no es necesariamente desestabilizador. También puede ser lo contrario, ya que depende de las circunstancias. Agrega, que de hecho en las situaciones que se presentaron en agosto y septiembre, el *carry-trade* ayudó a tener una moneda más estable respecto de otros, porque en ese momento por el mayor riesgo y la menor probabilidad de una apreciación se deshicieron operaciones de *carry-trade* y Chile no depreció como otros mercados manteniéndose bastante estables durante todo ese período. Indica que en lo más reciente es posible que exista un efecto de *carry-trade*, pero cree que cuando se observa si hay algo más que la depreciación general del dólar no resulta claro que ello exista. Agrega que si se compara con la situación de Brasil, en este último mes el Real brasileño se apreció un 6% y Chile tenía un 3% y 4% en el último mes, y si se analizan otros países como Canadá, Nueva Zelanda y Australia, aunque algunos han tenido movimientos grandes, actualmente todos cayeron.

El Gerente de División Política Financiera señor Pablo García señala que tiene dos observaciones que efectuar. Una de ellas es más de tipo comunicacional y consiste en que aparentemente se ha establecido en el discurso público que el nivel del tipo de cambio de \$ 560 - \$ 580 reflejaría un tipo de cambio normal. En segundo lugar, un tema que es de más corto plazo y por lo tanto hay que hacer una distinción entre lo que es tomar posiciones de cobertura producto de que uno anticipa que la relación entre el Real y el Peso sea alta que es un fenómeno que siempre va a estar allí, al fenómeno *carry-trade* que resulta muy atractivo en el período en el cual la diferencia de tasas es alta, pero se torna bastante menos atractivo producto que estas relaciones son más volátiles en los períodos actuales, cuando los diferenciales entre el Real y el Peso han disminuido bastante respecto a los últimos años. En su opinión, existe hoy en día más bien un fenómeno de cobertura y posiciones estructurales en una moneda que se cubre con otras, y otra forma quizás es el fenómeno de *carry-trade* que está ocurriendo ahora entre las monedas emergentes y el dólar.

El Gerente de Investigación Económica señor Klaus Schmidt-Hebbel efectúa un comentario respecto a los fundamentales, que dice relación con una pequeña nota de la presentación de los destacados en el Informe que ha entregado el Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Igal Magendzo, donde se señala que el tipo de cambio que aparece en la parte inferior del rango de cálculos de equilibrio es basado en fundamentales. Agrega, que ese cálculo se refiere al largo plazo y que no fue alterado en el último mes.

El Ministro señor Andrés Velasco señala que hay que tener cuidado con este tipo de comentarios, porque eso resulta cierto para el cobre, pero el petróleo se movió en dirección opuesta. En consecuencia, cuando se hace el neto y se define el largo plazo como algo suficientemente extenso de modo que la última observación de las cifras no importa demasiado, cuantitativamente quién sabe cuán relevante sería.

4



El Presidente señor Vittorio Corbo señala que en su opinión gran parte de este fenómeno dice relación con la fuerte depreciación del dólar en los mercados internacionales; el cambio de percepción con respecto a la economía americana que es la gran noticia de los últimos dos o tres meses. Estima que lo importante y que no puede explicarse es por qué el peso chileno se demoraba tanto en apreciarse, porque Chile tenía todos los fundamentales en otra dirección y términos de intercambio tremendamente favorables. Agrega que si se observa desde comienzos de año donde incluso hasta el cierre de ayer, el peso chileno es una de las monedas que menos se ha apreciado en relación a otros países y ya no se efectúan grandes intervenciones en el tipo de cambio, porque no resultan efectivas. En resumen, señala que sigue pensando que esto es básicamente un gran colapso del dólar y en Chile se ha evitado una depreciación mucho mayor por la política fiscal.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que todos están de acuerdo en que el tema fundamental es Estados Unidos de América y que las órdenes de magnitud de lo que está sucediendo también es un hecho objetivo. Por lo tanto, lo que él está diciendo es que este fenómeno se encuentra dentro de las condiciones estadísticas y fundamentales habituales y lo que efectivamente se tiene que analizar es la situación de Chile respecto de otros países.

El Presidente señor Vittorio Corbo señala que este tema corresponde que se siga investigando.

El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés señala que quiere comentar acerca de la causa de la apreciación y su implicancia, en el sentido que sea básicamente el dólar americano y no el peso lo que deja relativamente tranquilo respecto que no se trata de un desequilibrio interno.

El Ministro señor Andrés Velasco señala que una cosa es respecto a las causas, otra respecto a las consecuencias y una distinta es respecto a las comunicaciones. Agrega que respecto a las causas, más que ser analítico sería conveniente aclarar algo sobre las noticias que escuchó en un reportaje en televisión en que aparecía un gráfico en que con gran alarma se decía que la tasa de interés en Chile se encontraba más alta que en Estados Unidos de América y que de ese comentario se desprendían una serie de conclusiones alarmistas. Comenta que Chile ha vivido con tasas más altas que Estados Unidos de América probablemente desde la Colonia, con la breve excepción de unos pocos meses en que existió la misma tasa; y si se suma a eso el riesgo-país cualquiera sean las mediciones, se produce cierto ruido. Por consiguiente, este fenómeno de un desalineamiento que parece explicarlo todo no resulta tremendamente anómalo y es conveniente hacer una labor de comunicación para transmitir lo que realmente sucede.

Respecto a las consecuencias, no sabe quién tiene la razón, pero cualquiera sea, existe un elemento complicado, porque si efectivamente todo *pricing* es en dólares, el efecto desinflacionario es menor, pero resulta que el tipo de cambio real está mal calculado. La apreciación real es más alta y por lo tanto, el potencial problema de competitividad es más grande. Por otro lado, señala que si la verdad es la inversa, entonces el problema de competitividad es menor, pero el efecto desinflacionario resulta mayor y es realmente una implicancia para las decisiones de política monetaria y otras. En consecuencia, cree que existen elementos que sopesar bastante distintos y cualquiera que estos sean tienen un lado negativo y uno positivo, pero podría haber una situación en la que no sólo sea el dólar.

H



El tercer aspecto que tiene que ver con las comunicaciones, indica que por la naturaleza de su cargo le corresponde exponer permanentemente sobre estos temas y cuando se explican las causas, hay que decirlo con cuidado porque el grado de complacencia puede ser demasiado alto.

El Presidente señor Vittorio Corbo señala que está completamente de acuerdo con esa apreciación y que hay que tener cuidado y mostrar preocupación sobre el tema, porque tal como él lo ha manifestado, en el resto del mundo también se está analizando.

El Gerente señor Pablo García señala que hay que incluir en la parte comunicacional que se efectúe justamente lo que ha señalado el señor Ministro, en el sentido que la depreciación del dólar responde a que ha existido una situación financiera complicada que produce un efecto bastante agresivo y cree que ese mensaje es necesario transmitirlo, de manera de poder entender de dónde se origina este fenómeno global de depreciación del dólar.

El Vicepresidente señor José De Gregorio señala que le parecen correctos esos comentarios, pero cree que debe tenerse cuidado con sobreenfatizar el movimiento de política monetaria.

El señor Ministro señala que el comentario del señor Pablo García admite la pregunta de por qué en esta crisis a diferencia de las previas el dólar no ha sido un refugio. Le parece al señor Ministro que existen dos respuestas para eso y una de ellas es la que entregó el Gerente señor García, pero la segunda, que en realidad es previa, es que esto se origina en la zona financiera y parcialmente se propagaron en los mercados emergentes. Entonces, cree que se trata de un fenómeno distinto a los ocurridos en otras ocasiones.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que adhiere plenamente al comentario efectuado por el señor Ministro, respecto de los efectos comunicacionales y en la forma cómo se entrega la información. En consecuencia, indica que decir que todo está normal y que no hay que alarmarse tiene un tono de falta de preocupación por el problema, que a él no lo interpreta. Si se informa simultáneamente que el precio del cobre subió y por eso el peso se aprecia, pero anteriormente cuando el precio del cobre subió nada se dijo, entonces cree que existe una inconsistencia que se está tratando de justificar. También podría decirse que el aumento del precio de la gasolina y del petróleo no sería inflacionario por las mismas razones. Agrega que se podría decir que esos son fenómenos que generan mayor riesgo sobre la inflación. Por consiguiente, se tiene que ser cuidadoso en la consistencia de los argumentos, ya que no se puede tener un estándar respecto de la inflación y ser complaciente respecto de los temas del tipo de cambio. Piensa que equilibrar ambas cosas resulta lo correcto, especialmente cuando existen fenómenos que no son fáciles de explicar al mercado.

El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés señala que existe un puzzle en relación a la Tasa Libo *off-shore* de *spread*, ya que cada vez que ésta aumenta se ha producido simultáneamente una fuerte apreciación del dólar, contrario a lo que constituye una política de tasas. Lo que podría obedecer a un tema puramente mecánico o una coincidencia.



El Gerente de División Operaciones Financieras señor Esteban Jadresic señala que constituye un dato relevante de la fijación de la tasa *off-shore*, las salidas de las AFP o que también podría deberse a otro asunto de carácter internacional. Agrega, que su Gerencia ha estado chequeando los *spreads* de las tasas en dólares *off shore* comparándolos con la Libor en México y en Brasil; y en los datos más recientes que son de octubre de este año, no se aprecian incrementos en los *spreads* de estos países en todo este tiempo, lo cual tiende a ratificar la impresión que este fenómeno, por las conversaciones que ha tenido con Gerentes de Finanzas, estaría relacionado con las salidas de las AFP.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que quiere efectuar brevemente un comentario en cuanto a que el fenómeno de la apreciación del peso no es efectivo sino que es solamente caída del dólar la que se está reflejando, entonces su comentario no resulta válido, pero sí hay algo de apreciación real efectiva. Agrega que tiene la impresión que los efectos macro de la apreciación sobre la demanda agregada es una curva *Yield* y que inicialmente tiene efectos expansivos en la apreciación en el corto plazo, considerando que el sector privado que es un importador neto y el principal exportador del país es el Estado, el ingreso que se genera da un efecto positivo. Indica el señor Consejero que si así fuera, tal vez podrían revertirse parte de los efectos de demanda agregada que se están viendo de aquí hacia adelante, ya que ésta aparece expandiéndose, pero en realidad es un efecto de acumulación de inventario de un sector exportador, no es un fenómeno doméstico. En lo doméstico, lo que resalta es la caída en la proyección del consumo privado que baja en un punto respecto de lo proyectado en el *IPoM* para el tercer trimestre y medio punto para el cuarto trimestre, que es algo que a lo mejor se podría eventualmente revertir.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que en relación al aumento del precio de la fruta y de la verdura a febrero, el cual no es despreciable, le llama la atención porque esa situación no se podría asociar a ningún fenómeno climático, ya que no se esperaría que se refleje en un aumento del costo salarial. El Gerente señor Magendzo señala que se trata solamente de una proyección nuestra, ya que la antigua volvía a precios muy bajos similares a los del año 2002.

Consulta el Consejero señor Jorge Desormeaux, con respecto a proyecciones de inflación, qué tan alejadas están éstas de las proyecciones del IPC mensual del mercado y hasta qué punto se podría tener sorpresas. El Gerente señor Magendzo responde que si se miran los seguros de inflación de aquí a diciembre se tiene una diferencia de 7 décimas. Por su parte, el Gerente señor Beltrán De Ramón señala que en los últimos días se ha visto un aumento de la proyección de noviembre que estaba en 0,2% y ahora está en 0,48%.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que antes de las expectativas de mercado, se debería dilucidar cuáles son los impactos de segunda vuelta de los *shocks* que se han observado hasta ahora porque eso claramente debería estar considerado en las opciones de política. Consulta si sería posible construir un indicador de lo que estamos proyectando para tener un *benchmark* y poder decir si los efectos de segunda vuelta están siendo mayores, inferiores o iguales a lo que anticipábamos. Cree que eso podría ser posible.

El Gerente señor Igal Magendzo señala que en este momento no podría dar una respuesta definitiva, pero le parece difícil identificar en que consiste un efecto de segunda vuelta, pero le parece que las medias podadas darían una indicación de lo que está pasando con la inflación más de tendencia, más allá de los *shocks* a precios específicos que se están observando.



En cuanto a las expectativas de mercado, el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Magendzo comenta que para esta ocasión, la mayoría del mercado espera una mantención de la Tasa de Política Monetaria y en el caso de los operadores de las mesa de dinero un 80% espera una mantención de la tasa versus un 20% que apuesta a un incremento. Las otras encuestas como la de expectativas, un 70% espera la mantención y un 30% el alza, y en el caso de *Bloomberg* y *Reuters* los porcentajes son similares.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco consulta si en relación a las cifras del bajo desempeño de la minería resulta posible efectuar una descomposición de ellas, entre Codelco y el resto de la minería, en cuanto a qué porcentaje de esta caída corresponde a uno y otro.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Igal Magendzo señala que el desempeño de la minería ha sido bastante bajo, asociado a mantenciones no esperadas y a la extracción de mineral de menor ley, y ello se observa en Codelco y también en las otras empresas privadas, a excepción de Escondida que ha seguido operando a máxima capacidad, aumentando sus riesgos.

El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés señala que tiene una cifra distinta que se refiere al cambio de crecimiento de los planes de producción del tercer trimestre. Indica que la Minera Escondida estaba sobrecumpliendo un 25%; las mineras privadas sin ésta estaban alrededor de un 90% de lo que señalaron que iban a producir y Codelco alrededor de un 80%. En consecuencia, Codelco representa el doble de las empresas privadas.

El Presidente, señor Vittorio Corbo, suspende la Sesión a las 14.10 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° 114.

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

Expone el Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, que en la reunión de política monetaria del mes de septiembre, el Consejo acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base hasta 5,75% anual, luego de iguales incrementos en los dos meses anteriores. Indica que se estimó necesaria esa decisión para que el alza de la inflación anual de estos meses sea efectivamente transitoria y la inflación proyectada en torno a dos años se mantenga en 3%. Señala el Gerente de División que se consignó además que habían aumentado los riesgos de un escenario externo adverso; que en el ámbito interno, más allá del desempeño de algunos sectores específicos, la actividad seguía dinámica; y que el IPC se veía afectado por la profundización de los inusuales aumentos de los precios de algunos alimentos, tanto perecibles como no perecibles. Agrega que, considerando los riesgos que se enfrentaban, se comunicó que la trayectoria futura de la Tasa de Política Monetaria dependería de la nueva información que se acumulara, sin un sesgo particular.

40





Agrega el señor Gerente de División que desde la reunión anterior, las principales novedades son las siguientes:

- En el lado externo, las proyecciones de crecimiento mundial de consenso han sufrido correcciones menores, aunque las del FMI ya incorporan un ajuste más significativo, en particular en el caso del mundo desarrollado para el año 2008.
- El recorte de la Fed de 50 puntos base y las inyecciones de liquidez por parte de los bancos centrales de economías desarrolladas han atenuado los problemas financieros en los mercados internacionales. El movimiento de la tasa en Estados Unidos de América y la probabilidad de recortes adicionales han contribuido a la depreciación del dólar a nivel global. Las bolsas de los países emergentes han tenido una sorprendente alza, mientras los premios por riesgo soberano retrocedieron, pero siguen por encima de los niveles previos al episodio de turbulencias. Con todo, los riesgos a la baja se mantienen, especialmente por las restricciones crediticias que puedan significar los problemas recientes.
- Los precios de los principales bienes primarios relevantes para Chile, en general, han mostrado aumentos. En particular, el cobre aumentó cerca de US\$ 0,35 por libra hasta US\$ 3,70, el petróleo se incrementó en algo más de US\$ 1 el barril, ubicándose sobre US\$ 80, y el trigo subió cerca de 10%, desde niveles elevados. En los tres casos ello motiva revisiones al alza en las proyecciones para los próximos dos años.
- En el mercado financiero interno, lo que más destaca es la apreciación del peso, de 2,4% respecto del dólar y 1% en términos multilaterales. Respecto del cierre estadístico del *IPoM*, la apreciación del peso es de 4,8% y 2,3% en términos bilaterales y multilaterales, respectivamente. El TCR actualmente se ubicaría entre 4% y 5% por debajo del considerado en el cierre estadístico anterior y estaría en la parte inferior del rango de estimaciones de valores coherentes con fundamentales de largo plazo. En el lado de las tasas de interés, las principales novedades son un leve aumento de la parte corta de la curva nominal, que considera un par de alzas durante los siguientes seis meses.
- El crecimiento de la actividad en el mes de agosto fue de sólo 4,5%, nuevamente afectada por el desempeño de los sectores minería y EGA. Sin embargo, también se aprecia debilidad en la industria. Con esto, el panorama de actividad esperado para el segundo semestre tiene un ajuste material a la baja, explicado por un menor crecimiento de las exportaciones, especialmente las mineras. El PIB excluidos sectores de Recursos Naturales, se estaría expandiendo a una velocidad menor a su tendencia en este semestre. Mientras la información de inversión sigue en línea con el escenario central, la información de consumo apunta a un crecimiento algo menor que el proyectado.
- En el mes de agosto, la inflación volvió a ser elevada y mayor que la proyectada, también por aumentos inesperados de los precios de algunos alimentos, en especial de los perecibles. El panorama de inflación de corto plazo nuevamente se corrige al alza y se ubica un punto y medio por encima del escenario base del *IPoM*. Más allá del aumento de los precios específicos, hay evidencia de aumentos de otros precios. En efecto, las medidas alternativas de tendencia inflacionaria volvieron a aumentar, al igual que el número de ítems que aumenta de precio en el mes. La inflación anual de servicios subyacente, en principio más persistente, también aumentó. Por último, las inflaciones del IPC que excluye energía y alimentos y del IPCX1 sin alimentos, también mostraron alzas importantes, algo mayores a las proyectadas.



- Los indicadores salariales no repitieron la aceleración del último mes, mientras la discrepancia entre el crecimiento anual del CMO y el IREM parece haberse estabilizado. Se mantiene la evaluación que el panorama relativamente benigno por el lado de los costos laborales habría quedado atrás, especialmente considerando el aumento que muestran los CLU.
- Los indicadores de expectativas de inflación del sector privado siguen siendo coherentes con un aumento transitorio de la inflación. En particular, las expectativas de inflación de largo plazo continúan bien ancladas.

Señala el señor Gerente de División Estudios que con los antecedentes disponibles en esta Reunión, las opciones que parecen plausibles son mantener la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual o bien aumentarla en 25 puntos base. Agrega, que la decisión de hoy es particularmente difícil porque se conjugan novedades que, tomadas parcialmente, pueden justificar plenamente cualquiera de las dos opciones. Asimismo, indica que la división que hay en cada uno los indicadores de expectativas para esta Reunión, consistentes en distintas encuestas a analistas y a mesas y los propios precios de mercado, dan buena cuenta de esta disyuntiva.

Comenta el señor Valdés, que la principal justificación para aumentar la Tasa de Política Monetaria en esta Reunión es el riesgo inflacionario, toda vez que el nivel que ha alcanzado la inflación no tiene precedente desde que se ha implementado el marco pleno de metas de inflación. Agrega que se proyecta que la inflación seguiría aumentando, incluso por encima de lo que espera el mercado, en los siguientes meses. Si bien la naturaleza del *shock* inicial que explica el aumento de los precios no ha cambiado -su origen está en el precio de los alimentos tanto perecibles como no perecibles y de la energía-, este *shock* sí se ha intensificado y prolongado más allá de lo esperado. El aumento de los precios internacionales del petróleo y del trigo desde el *IPoM* lo ejemplifican.

Indica el señor Valdés, que a lo anterior se suman factores que aumentan el riesgo que el *shock* de oferta que se enfrenta contamine la formación de los precios de otros bienes y de los salarios. Entre otros factores, cabe mencionar los siguientes hechos: los *shocks* han demorado varios meses en traspasarse plenamente al IPC y no se ve aún ninguna reversión, el cuadro actual es de uso pleno de la capacidad, en particular en el mercado laboral, y el tema inflacionario es un aspecto de preocupación en las encuestas de familias, y las expectativas de inflación de empresarios se han revisado al alza. Comenta que se puede incluso argumentar que este riesgo de contaminación ya se estaría materializando si se considera: (i) los aumentos que muestran las medidas alternativas de tendencia inflacionaria; (ii) el aumento del número de ítems con incrementos de precios, lo que da cuenta de aumentos más generalizados; (iii) el nivel y aumento que muestra la inflación de servicios subyacente (que es en principio más persistente); y (iv) el hecho que las medidas de inflación que excluyen energía y alimentos del IPC y del IPCX1 sin alimentos, también mostraron alzas importantes, levemente mayores a las proyectadas.

Indica el señor Valdés que cabe mencionar que la Tasa de Política Monetaria se ubica en el rango bajo de estimaciones de neutralidad. Sin embargo, también hay elementos que atenúan el riesgo que el aumento de la inflación se torne persistente y elementos de riesgo que por sí mismos pueden justificar mantener la Tasa de Política Monetaria hoy. Agrega que por el lado de factores que empujan hacia una menor inflación destaca la apreciación del peso, que modera las presiones inflacionarias en una magnitud que sería comparable al efecto inflacionario de los *shocks* de precios externos conocidos desde el *IPoM*, aunque probablemente con efectos en plazos que son distintos, más largos en el caso del tipo de cambio. Asimismo, destaca el panorama algo más débil de actividad en el corto plazo, que apunta a presiones inflacionarias algo menores por este concepto. A ello se suma además el



efecto que podría tener el aumento mismo de la inflación sobre el ingreso de las familias y sus decisiones de consumo. Finalmente, cabe considerar que las expectativas de inflación continúan bien ancladas y el crecimiento de los salarios no repitió el fuerte aumento del mes pasado. Respecto del riesgo de inflación de salarios, menciona la importancia que cobra el próximo reajuste del sector público como efecto señal para el resto de la economía.

Por otro lado, señala el señor Valdés que si bien parece haber disminuido en lo más reciente, persiste el riesgo de un deterioro más pronunciado del escenario internacional. Ello podría eventualmente involucrar una actividad interna más débil, una caída en precios de bienes primarios, incluidos los de alimentos que son referencia para el IPC, y nuevas bajas de tasas de interés externas, entre otros factores. Agrega el Gerente de División señor Valdés, que podría argumentarse que la mantención de la Tasa de Política Monetaria hoy es la reacción adecuada a un riesgo de probabilidad moderada, pero de efectos significativos. Indica que desde el punto de vista táctico, además, considerando los costos que implica una reversión de signo en las decisiones de política, puede ser prudente esperar más información antes de decidir un aumento de la Tasa de Política Monetaria, especialmente si se estima que un escenario externo muy negativo podría hacer recomendable tasas menos elevadas en un futuro no tan lejano.

Señala que también en esta oportunidad hay otras consideraciones tácticas que pueden ser relevantes para la decisión final. Primero, cualquiera sea la decisión, es esperable que ella tenga algún efecto en los precios financieros porque será en parte inesperada. En este sentido, dada la coyuntura cambiaria, podría haber argumentos para la mantención. Segundo, en el caso que se dé el escenario de proyecciones de corto plazo preparado para esta Reunión, por encima del esperado por el mercado, es probable que vuelvan a surgir discusiones sobre la necesidad de nuevos aumentos. Por consiguiente, podría ser recomendable esperar dicho escenario para efectivamente aumentar la Tasa de Política Monetaria. Finalmente, menciona que el sesgo neutro del último comunicado no provee una restricción evidente para esta reunión. Sin embargo, considerando que la inflación ha sorprendido al alza y los riesgos globales parecen algo menores, se podría argumentar que un alza hoy es relativamente más coherente con la comunicación previa.

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

El Gerente de Investigación Económica, señor Klaus Schmidt-Hebbel señala que le parece que esta Reunión es una de las más difíciles para la decisión de política monetaria del Consejo del Banco Central de Chile.

Manifiesta el señor Gerente, que por un lado, existen importantes novedades que sugieren continuar con la convergencia o normalización de la Tasa de Política Monetaria hacia su nivel neutral, que fue retomada hace tres meses atrás. Agrega que en los mercados financieros internacionales se observa una normalización parcial post-crisis *subprime* y la probabilidad de una recesión en Estados Unidos de América aparentemente ha disminuido, aunque las proyecciones de crecimiento de ese país y mundial se han ajustado a la baja. Los mercados financieros internacionales se han recuperado con vigor y el crecimiento en el mundo emergente se proyecta como vigoroso, también apoyado en incrementos adicionales de precios de materias primas, incluyendo el petróleo y el cobre.

4



Comenta el señor Schmidt-Hebbel que en la economía nacional se observa una continuación de los *shocks* no anticipados en precios de alimentos. También se observan incrementos en las medidas de inflación que excluyen alimentos y en las medidas de tendencia inflacionaria. Indica que por primera vez en una década, se proyecta una tasa de inflación de corto plazo en un nivel promedio de 7,15% en 12 meses, para los siguientes 6 meses, lo que implica una desviación de 415 puntos base, respecto del centro de la meta.

Por otra parte, comenta que las noticias nacionales e internacionales sugieren una continuación en el proceso de convergencia de la Tasa de Política Monetaria hacia niveles neutrales. Sin embargo, señala que cabe considerar cinco antecedentes que, al sopesarse en su conjunto, hacen recomendable una decisión más conservadora en esta oportunidad. Primero, la incertidumbre de la crisis *subprime* que ella provoca en los mercados financieros y en proyecciones de crecimiento mundial, de precios de materias primas y de condiciones financieras externas que están aún lejos de desvanecerse. En segundo lugar, por las proyecciones de crecimiento de corto plazo para Chile que se han ajustado a la baja y que no se avizora que los riesgos a la baja en torno a este menor crecimiento se hayan debilitado. En tercer lugar, que las expectativas de inflación para el horizonte de política, aproximadas por la medida de compensación inflacionaria de la *forward* de uno en uno, está en un nivel de apenas 3,10%, con una corrección de 24 puntos base a la baja durante este último mes, después de un componente no anticipado de 0,3% en la inflación IPC del mes de octubre. En cuarto lugar, que se está en presencia de una apreciación del peso bilateral fuerte y multilateral moderada que, de perdurar, reduciría las presiones inflacionarias en el mediano plazo. Y quinto, que puede ser particularmente costoso tomar una decisión de política monetaria en una dirección que, por realizarse el escenario de riesgo descrito, tenga que revertirse con una decisión en la dirección contraria al poco andar materia en la cual el Banco Central de Chile ya acumuló alguna experiencia a comienzos de este año.

En conclusión, señala el señor Gerente, que sugiere mantener la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual.

El Gerente de División Política Financiera señor Pablo García señala que la coyuntura, indudablemente plantea varios dilemas. Menciona que se tiene un contexto de menor vigor cíclico que el previsto, con ampliación de brechas, y con antecedentes de inflación que son significativamente mayores en el corto plazo. Lo anterior, en un escenario de expectativas privadas que considera algunos aumentos adicionales de la Tasa de Política Monetaria en el curso de los próximos seis meses con, al mismo tiempo, expectativas de inflación que se ubican en torno a la meta a plazos largos, pero que aún no incorporan lo que, aparentemente, será una nueva sorpresa inflacionaria para este mes.

Comenta el Gerente señor García, que lo más complejo de incorporar al análisis es el origen e implicancias inflacionarias de mediano plazo de la trayectoria reciente del dólar. Agrega que una aplicación mecánica del coeficiente de traspaso y de mantenerse el escenario actual de brechas, sin un rebote significativo, podría generar un proceso desinflacionario significativo, a plazos medianos. Indica que frente a ese riesgo se debe contrapesar la persistencia de los *shocks* inflacionarios de corto plazo y un levantamiento de la curva de expectativas inflacionarias, hacia el largo plazo. Adicionalmente, señala que está el cambiante escenario internacional y los riesgos tanto financieros como reales hacia el futuro.

Asimismo, señala que frente a este complejo escenario, fue apropiada la eliminación de sesgos en el comunicado reciente, debido a que en buena medida, esas incertidumbres persisten, pero en su opinión esta instancia sin sesgos es la más apropiada para su comunicación. Agrega que en ese sentido, apoya la opción de mantener la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual, pues a su entender resulta lo más congruente con la mantención del sesgo.



El Gerente de División Operaciones Financieras señor Esteban Jadresic, señala que le parece que la decisión de esta Reunión resulta compleja, toda vez que existen buenos argumentos para justificar las opciones planteadas por la Gerencia de División Estudios. Agrega que un buen marco de análisis o tal vez el más apropiado, es aquél que se efectuó en la Reunión de Política Monetaria pasada, en la cual se comentó, implícitamente, que la trayectoria futura de la Tasa de Política Monetaria dependería de tres factores, que son los desarrollos del escenario internacional, la eventual propagación de los recientes *shocks* inflacionarios, y la evaluación de las brechas de capacidad. Comenta sobre el particular, que en cuanto a los desarrollos en el escenario internacional, no existe duda que está algo mejor desde la perspectiva de lo que sufrieron los mercados financieros. Indica que es cierto que algunos analistas y, en particular, el Fondo Monetario Internacional han revisado a la baja las proyecciones de actividad, pero si se observa lo que indican los mercados financieros en el día de hoy, existe menor pesimismo que hace un mes, aunque se mantienen los riesgos a la baja en el escenario central y la economía internacional seguiría con dinamismo de acuerdo a ese ambiente, y ello apuntando a que no habría disminuciones en las presiones inflacionarias.

Señala el señor Jadresic que en relación a una propagación de los *shocks* inflacionarios, la evaluación es mixta respecto del mes anterior y hay argumentos en ambos lados. Por una parte, los precios de los no alimentos y la energía aunque aumentaron en relación al mes anterior, siguen en torno a 2%, sin evidenciar efectos sustantivos de propagación de los *shocks* en alimentos y en energía. Comenta también que, por otra parte, el costo de la mano de obra en 12 meses se mantuvo creciendo al mismo ritmo del mes anterior, esto es en torno al 6%, a pesar de incorporar reajustes y revisiones de salarios que incorporan la sorpresa inflacionaria del mes de julio, del orden de 1,1%, lo cual podría hacer pensar que dará motivo para aumentos adicionales. Agrega el señor Jadresic, que el precio del dólar en pesos, como se ha dicho, ha caído y esto debería también contribuir a compensar los efectos de propagación de la inflación. Hace presente, que es cierto que a la larga los precios de los bienes transados internacionalmente probablemente tenderán a aumentar, compensando este efecto, si se mantuviese en el tiempo, pero también cree que existe evidencia incluso empírica, pero también anecdótica que dicho efecto toma tiempo, ya que en muchos contratos y mercados en que se tiende a usar el dólar como moneda de referencia, esta apreciación del peso contribuiría al menos a corto plazo o a mediano plazo a disminuir los precios de los bienes que se transan.

Indica el señor Jadresic que adicionalmente a las expectativas de inflación, los indicadores muestran que siguen ancladas en torno a 3%, incluso las compensaciones inflacionarias que salen del mercado de uno en uno y de tres en dos, que hace un mes estaban entre 3,3% y 3,4%, han bajado y ahora se encuentran muy cerca de un 3%. Por otra parte, se han observado nuevas sorpresas inflacionarias en alimentos, que indican que la reversión de algunos precios y estabilización de otros podría demorar y ser menos intensa de lo previsto y también en los cálculos internos que ha presentado la Gerencia de División Estudios, que sugieren que habrá nuevas sorpresas inflacionarias para el público en la inflación de corto plazo. Por consiguiente, estima que existe un riesgo que esas sorpresas, de materializarse, desestabilicen las expectativas.

En último término, con respecto a la actividad, el señor Jadresic señala que ésta habría estado durante el tercer trimestre por debajo de lo esperado y en particular el PIB, excluyendo los recursos naturales, se estaría expandiendo a menor velocidad que su tendencia, disminuyendo en el margen las presiones inflacionarias por el lado de la brecha de capacidad. En consideración a lo anterior, recomienda en el margen, mantener la tasa tomando en cuenta que el Banco Central de Chile lleva tres meses consecutivos de aumento de tasas; que en la última Reunión no se dejó constancia del sesgo que tenían los comunicados anteriores y, teniendo en cuenta el hecho que en la actualidad la mayoría de los agentes espera que la tasa se mantenga aún cuando hay opiniones disidentes. En este contexto y dado la ambigüedad de

43



las noticias recibidas, indica que existe espacio para no modificar la tasa lo que tampoco daña la credibilidad del Banco.

El Gerente de Mercados Financieros Nacionales, señor Beltrán De Ramón, señala que si se mira el balance de cifras de inflación de actividad *spot*, utilizando la jerga financiera, cree que la inclinación natural sería subir la tasa porque la inflación está alrededor de 6% y el crecimiento económico alrededor de 5,5%. Agrega que no obstante lo anterior, esos *spot* en realidad son de hoy a doce meses atrás. Señala que si se observa la *forward*, que no es el diferencial de tasas sino más bien la mejor estimación, se aprecia este balance de inflación y actividad. Menciona el señor De Ramón, que por el lado de la inflación resulta más difícil, ya que por un lado la Gerencia de División Estudios estima que llegará al 7,4%, pero por otro lado, vienen meses con estacionalidad e inflación más baja. Por lo tanto, se podría afirmar y también es probable, que los precios de los alimentos se reviertan. Agrega asimismo, que existen riesgos para los dos lados, pero en su opinión es más bien a la baja, al menos después del mes de noviembre. Por otra parte, si se observa la actividad, claramente se aprecia una menor fuerza, no solamente en electricidad, gas, agua y minería sino que también en la industria.

Menciona también el señor Gerente de Mercados Financieros Nacionales, que las compensaciones inflacionarias no están lejos del tres, sino que más cerca de esa cifra que el mes pasado. Además, agrega otra consideración que no le parece fundamental, que consiste en el hecho que un 80% del mercado estima que el Banco Central de Chile va a mantener la tasa y algo menos el resto, por lo cual le parece conveniente recomendar esperar un mes, para observar lo que sucede, cómo se desarrollan los indicadores y las proyecciones hacia delante.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco señala que en esta misma mesa aproximadamente diez meses atrás, cuando la actividad caía y los que como él tienen que dirigirse a la prensa diariamente se encontraban inquietos, escuchó varias voces muy sensatas que decían que si se tenía la certeza que la política es la correcta, había que resistir y esperar, puesto que esa política iba a surtir su efecto. Agrega que probablemente ese comentario se hizo de un modo algo menos folclórico, pero esa es su esencia. Indica el señor Ministro, que en esta oportunidad quiere hacer propio ese comentario, respecto a la situación actual y, por consiguiente, si se tiene la certeza que el diagnóstico y la política son correctas, corresponde esperar. Comenta que hace esa afirmación porque le parece que complicaciones mayores o menores, se está en presencia de un clásico *shock* de oferta, clásico como libro de texto, y la respuesta para ese *shock* de texto debe reconocer que para que la inflación baje no es necesario que los precios también lo hagan, sino que basta con que la media agregada de los precios baje y que el único asunto delicado en este caso, es el de las expectativas. Atendido lo anterior, señala el señor Ministro que tiene la convicción que hay espacio para estar tranquilo, y quiere documentarlo algo más con un argumento no extremadamente novedoso, ya que todo se ha dicho en la Reunión de la mañana y ahora en la tarde. Agrega, que respecto al curso de la inflación, si se excluyen los alimentos y la energía, las cifras están en torno a 2%; si se observan las medias podadas, de distinto tipo, se está en una cifra en torno a 3%; la inflación de bienes se encuentra notablemente sobre la inflación de servicios; y los salarios que habían sido preocupantes, al menos dejaron de acelerarse, todo ello de manera que se podría estar tranquilo por algún tiempo.



Comenta también el señor Ministro que la apreciación cambiaria que hasta el momento había sido sorprendentemente baja, se volvió extraordinariamente vigorosa y nuevamente cifras más o cifras menos, real versus nominal y multilateral, podría dudarse de cuáles son las ponderaciones correctas, dependiendo de cuál es el precio de distintos bienes, claramente estamos ante un fenómeno que no se había observado en meses anteriores y eso tendrá un impacto en los precios. Agrega también que le cuesta creer que el impacto en los precios en dólares, los bienes transables como el petróleo, vayan a reaccionar rápidamente al cambio de la paridad relativa dólar-euro o dólar-yen. Indica el señor Ministro que si ello ocurre lo hará con mucho rezago. Por lo tanto, la apreciación cambiaria también desde el punto de vista de la inflación, da argumentos para estar más tranquilo. Desde otro punto de vista, por cierto esa perspectiva es altamente delicada, pero cree que eso es obvio. Comenta también que sí hay sorpresas en cuanto a actividad y éstas son todas a la baja y no cree necesario listar los distintos elementos, pero en todo caso no hay ninguno de éstos que apunte a la dirección contraria. En cuanto al escenario internacional, señala el señor Ministro que aunque se observa menos dramático que hace un mes atrás, lo sigue siendo el pánico financiero que se ha contenido, pero no resulta menos dramático en cuanto a que los efectos reales aún están en desarrollo y la verdad es que no hay proyección de crecimiento al menos para Estados Unidos de América que no apunte fuertemente a la baja.

Por lo tanto, menciona el señor Ministro que lo que ya ha señalado fundamenta sin ambigüedad la opción de mantener la Tasa de Política Monetaria, y agrega que el único argumento que podría entregarse en el sentido de aumentar la tasa dice relación con un potencial desanclaje de expectativas para lo cual se permite efectuar dos observaciones. Una de ellas es que, a pesar del ruido que se ha producido y de lo inesperado y persistente de los *shocks* de precio, nada ha sucedido con las expectativas, lo que habla muy bien de la Institución y sus políticas. Y en segundo término, que es un aspecto al cual usualmente no hace referencia porque no lo estima relevante, pero en esta oportunidad sí lo hará, es que el mercado mayoritariamente no espera que el Banco efectúe un alza y en consecuencia, al no hacerlo, difícilmente podría ser interpretado como algo que afecte las expectativas del mercado y que por lo tanto, redunde en una pérdida de credibilidad.

El Presidente señor Vittorio Corbo agradece la intervención del Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco y ofrece la palabra a los señores Consejeros para proceder a la votación.

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

El Consejero señor Enrique Marshall agradece al staff el material preparado para esta reunión. Indica el señor Consejero que las noticias señaladas durante el último mes, configuran un cuadro que torna particularmente compleja la decisión que se debe adoptar en esta reunión. Comenta que en el frente externo, los mercados financieros siguen reflejando los efectos de las turbulencias recientes, si bien las reacciones de política de los bancos centrales han contribuido a generar calma e indica que como resultado de ello, las tasas largas han revertido en parte el movimiento a la baja previo y las bolsas se han recuperado. Asimismo, los premios soberanos para las economías emergentes han bajado, pero no han retornado a los niveles que tenían con anterioridad.



Señala el señor Consejero que los efectos de estas turbulencias sobre la actividad real, se perciben por el momento como moderados. Agrega que las proyecciones para este año no cambian significativamente, en tanto las correspondientes al 2008 se reducen levemente, por ajustes en las cifras de Estados Unidos de América y Europa. Indica el señor Consejero que con todo, permanece un grado importante de incertidumbre sobre los efectos de mediano plazo del actual el proceso de ajuste en los mercados financieros y crediticios.

Por otra parte, menciona que los precios de los productos básicos se mantienen altos, lo que confirma la fortaleza de las economías emergentes más pujantes. Agrega que el cobre muestra un alza significativa respecto del mes anterior.

En el frente interno, comenta el señor Consejero que los agregados monetarios siguen mostrando tasas de crecimientos elevadas, moderándose marginalmente en el último mes. A su vez, indica que las colocaciones totales continúan creciendo a tasas altas.

Agrega el señor Enrique Marshall que las tasas de interés cobradas a las personas y empresas, que hasta ahora no mostraban ajustes importantes, tuvieron un alza apreciable en el último mes, que reflejaría el cambio en el costo de financiamiento para los bancos.

Comenta el señor Consejero que los rendimientos de los títulos de largo plazo en pesos, mostraron una leve reducción respecto de la última Reunión. Indica que por el contrario, los rendimientos para títulos reajustables se mantuvieron en niveles similares o subieron marginalmente.

Destaca el señor Consejero que la noticia más importante proveniente de los mercados financieros, es la considerable apreciación del peso, ya que coincide con un debilitamiento bastante generalizado del dólar en los mercados internacionales y señala que se requiere de todas formas un especial seguimiento para despejar bien sus causas e implicancias.

Agrega el Consejero señor Marshall que la demanda se expande en general de acuerdo a lo previsto, tanto en el consumo como en la inversión. Sin embargo, señala que el deterioro de las expectativas y las alzas en los rubros de energía y alimentos introducen un sesgo a la baja hacia delante.

Menciona también el señor Consejero que la actividad mantiene un ritmo de crecimiento importante, pero con señales de desaceleración. En este marco, indica que la expansión del segundo semestre sería menor que la anticipada y que la tasa de variación para el año en su conjunto estaría algo por debajo de nuestro rango de proyección. A su vez, señala que esto ya ha sido recogido por el mercado.

También hace presente que esta desaceleración de la actividad se explica principalmente por el comportamiento de los sectores de recursos naturales y, a su vez, también alcanza a la industria manufacturera.

Indica el señor Consejero que los salarios y los costos laborales están mostrando tasas de variación más altas que en el pasado. Señala que las cifras observadas hasta ahora siguen siendo en lo fundamental congruentes con la meta inflacionaria. Agrega que la evolución de las remuneraciones en los próximos meses debe ser monitoreada con atención por sus implicancias para la inflación proyectada.

4





En cuanto a la inflación, comenta el señor Consejero que ésta volvió a sorprender al alza en septiembre y que la tasa de variación anual del IPC ha llegado a niveles que adquieren una intranquilizante distancia, respecto del rango de tolerancia y lo propio acontece con las otras medidas de inflación subyacente. Agrega que si bien esta mayor inflación sigue respondiendo fundamentalmente a *shocks* en los precios de los alimentos y la energía, las cifras alcanzadas son superiores a las que se podrían haber anticipado.

Señala el señor Consejero que como resultado de lo anterior, las proyecciones de inflación han subido en forma considerable, especialmente para los plazos más cortos. Las expectativas de mercado también se han ajustado hacia arriba en forma significativa. Sin embargo, las expectativas para los plazos más largos se ubican cerca de la meta de inflación.

Por otra parte, señala que le parece que el mercado considera que el ciclo de ajuste de la Tasa de Política Monetaria aún no ha concluido. Indica que si bien el mercado para esta Reunión se inclina mayoritariamente por una pausa, las expectativas apuntan a un ajuste adicional de 25 puntos base antes de fin de año, seguido por otro de similar magnitud en el curso del próximo.

En opinión del señor Consejero, con estos antecedentes las opciones plausibles para esta Reunión son mantener la tasa en su actual nivel o bien elevarla en 25 puntos base. Agrega que las noticias acumuladas otorgan buenos fundamentos para inclinarse por una de estas dos opciones. Por un lado, se puede argumentar que la sucesión de sorpresas inflacionarias, incluida la del último mes, requieren de una nueva acción de política que evitar la propagación de la inflación hacia otros rubros y hacia las remuneraciones. Ello se vería reforzado por la estrechez de holguras internas y la reafirmación del impulso que seguiría brindando la economía global en 2008, no obstante las turbulencias financieras recientes. También señala que se puede sostener que la inflación sigue respondiendo en lo fundamental a factores de oferta, que las expectativas de mediano y largo plazo siguen bien alineadas con la meta, y que han surgido signos de desaceleración que podrían generar hacia delante un cuadro de holguras menos estrecho que el previsto con anterioridad.

Hace presente que reconociendo que la decisión es compleja, se inclina por esta segunda opción al hacer un balance de todos los antecedentes y riesgos, y estima que existe todavía bastante incertidumbre sobre la evolución del escenario externo. En efecto, los mercados monetarios y financieros internacionales aún están en proceso de ajuste y acomodo, y el impacto de ello sobre las condiciones financieras y crediticias prevalecientes en el mediano plazo aún no se puede anticipar. También cree que existe una buena dosis de incertidumbre sobre la forma como evolucionará el ciclo interno.

Señala finalmente que después de tres alzas consecutivas de la Tasa de Política Monetaria, que acumulan ya 75 puntos base y cuyos efectos están en pleno desarrollo, le parece prudente esperar y contar con nuevos antecedentes antes de decidir el próximo movimiento.

Agrega que las expectativas de mercado respecto de la evolución de la Tasa de Política Monetaria, derivadas tanto de los precios de los activos como de las encuestas a los analistas, otorgan espacio para tomar esta decisión.

Señala asimismo, que en el cuadro que enfrenta el Banco se debe transmitir la preocupación por la inflación que se está observando, pero al mismo tiempo se debe dosificar con prudencia y efectividad las acciones de política.

Por todo lo señalado, el Consejero señor Enrique Marshall vota por mantener la Tasa de Política Monetaria en 5,75%.

4



El Consejero señor Manuel Marfán señala que como siempre agradece el análisis del *staff*. Menciona que una vez más las sorpresas externas e internas están alejando la coyuntura del escenario base delineado hace solo algo más de un mes.

Agrega el señor Consejero que en el ámbito externo lo más relevante desde la Reunión de Política Monetaria anterior, ha sido la agresividad con que los bancos centrales de las economías más desarrolladas, en especial la de los Estados Unidos de América, han abordado las turbulencias financieras. Con ello no se ha profundizado la percepción de una desaceleración de la economía de los Estados Unidos de América, respecto de la Reunión de Política Monetaria anterior, pero sí respecto del escenario internacional del *IPoM*. Indica, que al igual que hace un mes, todavía parece prudente plantearse escenarios alternativos con una mayor desaceleración de la economía de los Estados Unidos de América. La fuerte reducción de la *Federal Funds Rate* y de la tasa de descuento asociada a la probabilidad de una nueva baja, ha implicado una significativa depreciación del dólar respecto de todas las monedas que flotan. Agrega también que llama la atención que los efectos financieros de las turbulencias sobre las economías emergentes han disminuido y la mayoría de las monedas se han apreciado respecto del dólar, incluyendo el peso chileno. Menciona el señor Consejero, que las que no lo han hecho, y destaca en especial el yuan y el peso argentino, se han depreciado junto con el dólar. Asimismo, señala que los fundamentos de la economía China apuntaban a la conveniencia de una apreciación de su moneda desde antes de los fenómenos actuales y hoy esos fundamentales se han tornado más apremiantes, no concibiéndose por ahora cómo esa economía enfrentará las mayores presiones inflacionarias que conlleva su desalineamiento cambiario creciente. Hace presente además, que la probabilidad de una aceleración de la inflación en Argentina también ha aumentado.

Estima el señor Consejero que en este contexto de grandes fluctuaciones de las paridades, es prematuro desentrañar cuánto es el componente real, por ejemplo y no puede descartarse que el aumento del precio internacional del petróleo pudiera ser más el reflejo de un fenómeno cambiario que un aumento del precio real del mismo. Por ello, también es prematuro desentrañar todas las implicancias sobre la inflación de estos fenómenos cambiarios.

En el plano interno, comenta el señor Consejero que el crecimiento de la actividad en el tercer trimestre se ve inferior al proyectado. Señala que a estas alturas parece claro que el fenómeno va más allá de lo que pueden explicar los sectores ligados a recursos naturales. Agrega que de manera concomitante se percibe un cambio en la composición de la demanda interna respecto del escenario base, con una mayor acumulación de inventarios, especialmente de cobre y una ralentización del crecimiento del consumo privado. En síntesis, estima que hay una brecha del producto interno bruto no recursos naturales menos cerrada que la que se proyectó, y un crecimiento del consumo menos dinámico.

Indica el señor Consejero que junto con lo anterior, las sorpresas inflacionarias han continuado en el último mes, especialmente en los alimentos perecibles y la persistencia de esas sorpresas y los posibles efectos de segunda vuelta son todavía una incógnita. Agrega que hasta ahora los indicadores salariales no muestran sorpresas y a futuro habrá que monitorear si éstos se aceleran más allá de lo que predecirían los parámetros históricos de rezagos respecto del IPC. Comenta que sería lamentable que el próximo reajuste de remuneraciones del sector público renuncie a considerar la inflación futura en vez de la pasada, ya que la consecuencia sobre la persistencia de los efectos de segunda vuelta sobre la inflación y, por lo tanto, sobre el curso futuro de la política monetaria, son significativamente diferentes.

Le parece al Consejero señor Marfán que la decisión de hoy tiene algunas características de encrucijada y que tal como lo expresa la Minuta de Opciones, existen razones válidas y poderosas tanto para elevar como para mantener la tasa de política monetaria. Las consideraciones de error de Tipo Dos a las que ha apelado en otras ocasiones, no ayudan a dirimir hoy cuál es la opción correcta o la menos incorrecta.

4



Agrega el señor Consejero, que en otras ocasiones de empate de argumentos entre dos opciones se ha apelado a consideraciones tácticas y cree que en esta ocasión son particularmente válidas. Estima que el mercado pasó de expectativas mayoritarias de aumento a expectativas mayoritarias de mantención, en solo unos pocos días. Indica el señor Consejero que también se ha esgrimido como factor los movimientos del tipo de cambio, los que al menos descarta como válidos en esta ocasión. Indica que como ya mencionó, los movimientos cambiarios responden a un fenómeno mundial y no es claro el impacto que tendrán todavía sobre la inflación futura, pero también se ha argumentado que en un momento de incertidumbre y turbulencia es mejor una instancia de *wait and see*, ese sí es un argumento poderoso para dirimir y es el esperado por el mercado. Menciona que el gran riesgo sin embargo, es un desalineamiento de expectativas de la inflación de mediano plazo que, de ocurrir, obligaría a actuar con severidad para revertirla.

Finalmente, señala que por esas razones, manifiesta que su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual. Sin embargo, sugiere que el Comunicado contenga un claro mensaje que el Banco Central estará atento a monitorear la credibilidad de su meta de inflación.

El Consejero señor Jorge Desormeaux señala que la decisión de hoy, como se ha dicho, es particularmente difícil, por cuanto los desarrollos que han tenido lugar desde la última Reunión apuntan en direcciones contrapuestas, en relación a la dirección que debe tomar la decisión de hoy.

Menciona el señor Consejero que, como se ha destacado, en el plano externo se han atenuado las turbulencias en los mercados financieros internacionales y se ha reducido la probabilidad de una recesión en los Estados Unidos de América, gracias a la reacción de política de ese país. No obstante, el panorama externo sigue teniendo un escenario bimodal en que un ajuste más severo de la actividad mundial forma parte de uno alternativo al escenario base con una probabilidad que no es despreciable. Agrega el señor Consejero que tal vez lo esencial es que el sesgo a la baja para la actividad mundial sigue existiendo, pero se han reducido los riesgos.

Comenta también que otro rasgo interesante del escenario internacional es la relativa fortaleza que han mostrado las economías emergentes frente a esta turbulencia. Ello podría explicar en parte la fortaleza que han observado los precios de los *commodities*, pero sin duda esto también es un reflejo de la fuerte depreciación multilateral que ha experimentado el dólar de los Estados Unidos de América. Indica que como reflejo de este último desarrollo, el tipo de cambio en Chile ha mostrado una apreciación bilateral y multilateral frente a la moneda de Estados Unidos de América, con lo cual el tipo de cambio real se ubica en la actualidad en la parte baja de las estimaciones de valores coherentes con los fundamentales del país.

Hace presente el señor Consejero, que si en el plano externo en general los desarrollos no han tenido un impacto adverso sobre el panorama inflacionario interno y de hecho la evolución reciente del tipo de cambio ha tenido un impacto desinflacionario, en el plano interno los desarrollos son menos favorables. Agrega que, como se ha destacado, la inflación ha vuelto a sorprender en los últimos dos meses, esencialmente a raíz de aumentos no previstos en los precios de los alimentos perecibles.

40



Asimismo, menciona el señor Consejero que no solo se está en presencia de tasas de inflación anormalmente elevadas sino que, como ha destacado el Informe de la Gerencia de División Estudios, comienzan a evidenciarse algunas señales de traspaso a otros precios en la forma de aumentos de diferentes medidas de tendencia inflacionaria. Agrega que frente a estos desarrollos, los costos laborales han tendido más bien a estabilizarse lo cual significa que si bien esto ya dejó de ser un factor benigno para la inflación, tampoco han contribuido, hasta ahora, a agravar el panorama inflacionario.

Señala el señor Consejero que en el plano de la actividad se ha producido un desarrollo significativo para el panorama inflacionario, pero en la dirección opuesta. La actividad creció en el mes de agosto solo un 4,5%, debido al bajo dinamismo de los sectores de recursos naturales y la energía. Indica que la debilidad se ha extendido también a la industria lo que lleva a proyectar un menor dinamismo del previsto para el tercer trimestre. Agrega más aún, que estimaciones preliminares sugieren que el PIB que excluye recursos naturales, se expandiría en el segundo semestre a una velocidad inferior a su tendencia. Le parece que éste es sin duda un factor de alivio en el plano inflacionario, considerando que la economía se encuentra actualmente con sus brechas de capacidad copadas.

Comenta el señor Consejero, que los antecedentes expuestos tienen un impacto contrapuesto sobre el panorama inflacionario y hacen más compleja la decisión de hoy. Sin embargo, un análisis cuidadoso de estos antecedentes lo inclina a favor de una de estas opciones, que es la de mantener la tasa en su nivel actual.

Indica el señor Consejero que por una parte, como se ha destacado, la apreciación del peso ya mencionada neutraliza en parte el impacto inflacionario de los recientes incrementos de precios externos. A esto se suma la debilidad que muestra la actividad en el corto plazo y que dejará de ser un factor de presión sobre los precios en el segundo semestre de este año. Otro factor que en opinión del señor Consejero contribuirá a atenuar las presiones inflacionarias, es la reducción que ha experimentado el ingreso disponible real de los hogares como resultado de la inflación reciente. Le parece que ninguna de estas consideraciones sería suficiente para justificar la mantención de la Tasa de Política Monetaria, si la inflación reciente hubiera dado lugar a algún tipo de desanclaje de expectativas. Agrega, que el hecho de que las expectativas de inflación sigan bien ancladas, a mediano y largo plazo, y más aún que la compensación inflacionaria se haya reducido recientemente, constituye un elemento esencial para justificar esta decisión.

Por último, señala el señor Consejero que no puede ignorarse que existe la posibilidad que el escenario internacional experimente un deterioro significativo en los próximos trimestres, afectando con ello los precios de bienes primarios y las condiciones financieras internacionales. Así, la mantención de la Tasa de Política permite esperar para acumular más información, antes de completar la normalización de la Tasa de Política Monetaria. Con ello se evita el riesgo de enfrentar una reversión de política en el futuro, en caso de materializarse este escenario internacional más perverso.

En síntesis, el Consejero señor Jorge Desormeaux vota por mantener la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual.

El Vicepresidente señor José De Gregorio hace presente que como lo han señalado todos los que lo han precedido en esta Reunión, hacer una repetición del escenario macroeconómico actual resulta particularmente complejo y ha estado lleno de sorpresas, las que muy probablemente a estas alturas ya han cambiado el escenario base del último *IPoM*.

4



Señala el señor Vicepresidente que el escenario internacional se ha tendido a normalizar desde que se manifestó la crisis financiera de las hipotecas *subprime* en los Estados Unidos de América. Agrega que si bien los indicadores financieros se han normalizado respecto a sus niveles de crisis, existen algunos desarrollos importantes y con efectos relevantes para la economía chilena.

Comenta el señor Vicepresidente que en primer lugar, la actividad en los Estados Unidos de América y probablemente esto continúe en otras economías, se ha debilitado y las perspectivas son de un menor crecimiento. En segundo lugar, indica que el dólar se ha debilitado de manera importante en las últimas semanas y no se puede descartar que este debilitamiento se profundice, con sus consecuencias e implicancias para la evolución de la paridad peso-dólar. Agrega que la crisis financiera está aún en desarrollo y no se puede descartar que ésta sufra un deterioro adicional, no a través de turbulencias graves, sino que un enfriamiento adicional de la actividad económica mundial. En consecuencia, le parece que las perspectivas de la economía internacional no son auspiciosas y sus efectos directos en Chile pudieran resultar en algo de menor dinamismo y tal vez, una reversión algo más rápida de la inflación de los alimentos.

Menciona el Vicepresidente señor De Gregorio que en el escenario interno las noticias son de mayor inflación, un tipo de cambio que se ha apreciado, y un menor crecimiento. Agrega que se trata de un panorama nada de simple, desde el punto de vista de las decisiones de política monetaria donde las implicancias pueden ser muy distintas de acuerdo al efecto que domine el mediano plazo y por lo tanto, se requiere una detenida evaluación de los riesgos. Señala que la mayor inflación ha estado principalmente concentrada en alimentos y energía, elementos con los cuales poco se puede hacer y cuyos precios debieran normalizarse, al menos sus tasas de crecimiento.

Con todo, estima que el mayor riesgo son los efectos de segunda vuelta a los que se han referido todos los que le han precedido, los cuales aún no se observan de manera importante aún cuando existan señales de alerta que se deben ir monitoreando.

Por otra parte, expresa también el señor Vicepresidente que la actividad se ha resentido, lo que ha estado en parte concentrado en el sector minería y electricidad, gas y agua, pero también se observan indicadores negativos en la actividad industrial y la construcción, aún cuando la demanda ha seguido creciendo como se esperaba, su composición podría estar cambiando hacia un menor consumo nacional y una mayor acumulación de inventarios. Le parece que es muy posible que unido a los ya conocidos problemas energéticos, se esté sumando el impulso negativo por la caída de ingresos que tienen los hogares, como resultado del elevado aumento del precio de los alimentos y la energía.

Menciona también el señor Vicepresidente que al aún incipiente menor dinamismo de la actividad, otro factor que se suma a reducir las presiones inflacionarias ha sido la apreciación del tipo de cambio que, aunque en un mundo de traspaso acotado dadas las magnitudes observadas, sus efectos desinflacionarios no son despreciables. En todo caso, cree que todavía existe incertidumbre del impacto que puede tener una depreciación del dólar en el mundo sobre la inflación internacional. Por lo tanto, a su juicio, hoy día observa, por el nivel de actividad y en parte por el tipo de cambio, menores presiones inflacionarias aunque los *shocks* en los precios de los alimentos han aumentado significativamente las proyecciones de inflación de corto plazo, en particular los registros que se vienen para los meses siguientes.



El Vicepresidente señor De Gregorio indica que en esta oportunidad, le da mayor importancia a las novedades con implicancia a mediano plazo, por ser las que se debieran observar con más cuidado en el esquema de metas de inflación, lo que le lleva a concluir que la decisión más adecuada es mantener la tasa de interés y, dadas las incertidumbres, se debería mantener un sesgo neutral. En todo caso, cree que se debe seguir con mucha atención la evolución de la inflación de todos sus componentes y, de manera especial, la evolución de las presiones salariales para ver cómo se van disipando los aumentos de precios de energía y alimentos, así como los potenciales efectos de segunda vuelta que se deben evitar que ocurran y que pongan en riesgo la meta de inflación.

En consecuencia, su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria en su actual nivel.

El Presidente señor Vittorio Corbo señala que desde la última Reunión se han tenido noticias importantes tanto en el frente externo como en el interno, que apuntan a un escenario distinto al del último *IPOM*. En el frente externo, las acciones tomadas por los bancos centrales de los países industriales han permitido reducir los problemas de liquidez y de estrechez crediticia que experimentaban sus mercados monetarios y crediticios. Sin embargo, le parece que las condiciones financieras son igual ahora, menos favorables de lo que eran en la primera quincena de julio. Además, persiste la incertidumbre sobre los efectos finales que se terminará teniendo en el sistema financiero y en la actividad económica de Estados Unidos de América y en el resto de los países industriales. Agrega que en paralelo, se comienza a internalizar en las proyecciones que este ajuste tendrá un impacto negativo en el crecimiento de Estados Unidos de América, del resto de los países industriales y de los países emergentes y, los riesgos de estas proyecciones son marcadamente a la baja. En contraste, a pesar de las proyecciones de menor crecimiento, los precios de los productos primarios se mantienen altos. Comenta también el señor Presidente que en cuanto a paridades cambiarias, el dólar ha continuado su depreciación con respecto a las principales monedas.

El Presidente señor Corbo señala que otro desarrollo importante del último mes, es el aumento en los flujos de capitales hacia los mercados accionarios de los países emergentes y la asociada alza en los precios de sus acciones. Agrega el Presidente señor Corbo que en el frente interno, el crecimiento del producto se desacelera más allá de los sectores de recursos naturales, alcanzando también a la industria. Por el lado de la demanda interna se mantiene el dinamismo de la inversión y el del consumo se reduce algo en el margen. Como resultado, el crecimiento estimado para el tercer trimestre se revisa a la baja en más de un punto porcentual con respecto al proyectado en el último *IPOM*. Indica el señor Presidente que la principal noticia en el frente interno sigue siendo una inflación que nuevamente supera a la proyectada. A su juicio, la principal causa siguen siendo *shocks* inesperados y más persistentes en precios de alimentos, especialmente de perecibles. Además, las distintas medidas de tendencia inflacionaria siguieron aumentando. Señala que por el lado de los costos, los laborales estabilizaron su tasa de crecimiento y el peso se apreció con respecto al dólar, más allá de la caída en su valor en los mercados internacionales. De otra parte, las expectativas de inflación de mediano y largo plazo se mantienen ancladas en torno al 3% anual, coherentes con un aumento transitorio de la inflación.

Indica el señor Presidente que con este cuadro, decidir el curso de la política monetaria no resulta fácil y concuerda con la Minuta de la Gerencia de División Estudios que las opciones a que se enfrentan hoy son subir la tasa en 25 puntos base o mantenerla. Señala que los argumentos a favor de subirla siguen siendo los altos registros de inflación de los últimos meses, por la inusual persistencia que han mostrado los *shocks* de oferta y los riesgos que esto conlleva para la inflación proyectada por eventuales efectos de segunda vuelta en otros precios de bienes y servicios, salarios y expectativas de inflación de largo plazo del sector privado. Señala el señor Presidente que se agrega ahora que esta vez la inflación sin alimentos y



combustibles también experimentó una importante alza. En estas circunstancias, el principal activo con que se cuenta, expectativas de inflación de mediano y largo plazo ancladas en torno al 3% anual, es también el principal riesgo, es decir que las expectativas comiencen a alejarse en forma persistente de ese 3%. Agrega que para controlar este riesgo habría que volver a subir la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base.

Sin embargo, señala el señor Presidente que también existen argumentos para mantenerla. La reciente apreciación del peso y la ampliación de las brechas de capacidad deberían contribuir a reducir las presiones inflacionarias hacia adelante. Además, la sorpresa inflacionaria de los últimos meses por sus efectos en el ingreso disponible debería también contribuir a moderar el crecimiento de la demanda y a reducir las presiones inflacionarias. De otra parte, existe el riesgo destacado en la versión reciente del WEO, que la desaceleración de la economía mundial se profundice con efectos negativos en el dinamismo de la actividad interna, en el precio de los productos primarios, incluidos los alimentos y en las tasas de interés de los países industriales.

En consecuencia, ponderando estas dos opciones, cree también que en esta ocasión lo apropiado es mantener la Tasa de Política Monetaria a la espera de acumular más antecedentes para poder calibrar las proyecciones de inflación para el horizonte de política. Estima eso sí, que el Comunicado debería destacar la preocupación del Banco Central de Chile, por los eventuales efectos del salto observado en la inflación a otros precios, salarios y expectativas de inflación.

Por lo anterior su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria en 5,75% anual.

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

114-01-071011 – Tasa de Política Monetaria.

En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile, por unanimidad de sus miembros, acordó mantener la Tasa de Interés de Política Monetaria en 5,75% 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 5,75% anual.

En las últimas semanas se han moderado los problemas de liquidez en los mercados financieros internacionales, en tanto el dólar de los EE.UU. se ha depreciado frente a la mayoría de las monedas del mundo. Asimismo, se prevé un menor dinamismo de las economías industrializadas. En otro plano, el precio del cobre ha vuelto a aumentar, y el del petróleo y los de varios productos alimenticios siguen altos, todos por encima de lo proyectado. Lo anterior configura un panorama externo relevante para la economía chilena que se mantiene positivo, aunque persiste el riesgo de escenarios internacionales adversos.

4



En el ámbito interno, la información disponible sugiere que el crecimiento de la actividad en el tercer trimestre fue menor que el proyectado en el último *Informe de Política Monetaria*, situación que parece ir más allá del desempeño de algunos sectores específicos y cuya persistencia es aún incierta. Por el lado de la demanda interna, los indicadores sugieren que se mantiene el dinamismo de la inversión y el del consumo se reduce levemente. El empleo asalariado sigue aumentando y las condiciones financieras internas se mantienen favorables.

La inflación anual del IPC se ha elevado por encima de 5% y se prevé que en los próximos meses se ubicará por sobre lo proyectado en el último *Informe de Política Monetaria*. Los inusuales aumentos de los precios de algunos alimentos, tanto perecibles como no perecibles, no solo han persistido, sino que se han intensificado. Los no perecibles también han contribuido a incrementar la inflación subyacente IPCXI (que excluye combustibles, perecibles y algunos servicios regulados). Las medidas alternativas de la tendencia inflacionaria se ubican por sobre 3% anual. No obstante lo anterior, los salarios no han tenido una aceleración adicional en lo más reciente, mientras que la paridad peso dólar ha disminuido en las últimas semanas. Las expectativas de inflación a mediano y largo plazo se mantienen ancladas en torno a 3% anual, lo que es coherente con un aumento transitorio de la inflación.

La trayectoria futura de la TPM dependerá de la nueva información que se acumule y de sus implicancias sobre la inflación proyectada. De particular importancia será el desarrollo del escenario internacional, la eventual propagación de los recientes *shocks* inflacionarios a otros precios, especialmente la trayectoria de los salarios y las expectativas de inflación de mediano plazo, así como la evolución de la brecha de capacidad."

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 18.10 horas.



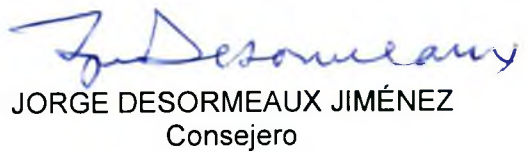
JOSÉ DE GREGORIO REBECO  
Vicepresidente



VITTORIO CORBO LIOI  
Presidente



MANUEL MARFÁN LEWIS  
Consejero



JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ  
Consejero



ENRIQUE MARSHALL RIVERA  
Consejero



ANDRÉS VELASCO BRAÑES  
Ministro de Hacienda



JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR  
Ministro de Fés





## BANCO CENTRAL DE CHILE

### ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 115 celebrada el 13 de noviembre de 2007

---

En Santiago de Chile, a 13 de noviembre de 2007, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Vittorio Corbo Lioi y con la asistencia del Vicepresidente don José De Gregorio Rebeco y de los Consejeros don Jorge Desormeaux Jiménez, don Manuel Marfán Lewis y don Enrique Marshall Rivera.

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

Asisten también:

Gerente General, don Alejandro Zurbuchen Silva;  
Subgerente General, don Leonardo Hernández Tagle;  
Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Ángel Nacrur Gazali;  
Gerente de División Estudios (S), don Igal Magendzo Weinberger;  
Gerente de División Política Financiera, don Pablo García Silva;  
Gerente de División Operaciones Financieras, don Esteban Jadresic Marinovic;  
Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;  
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;  
Gerente de Mercados Financieros Nacionales, don Beltrán De Ramón Acevedo;  
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; y  
Secretario General, don Jorge Court Larenas.

El Presidente señor Vittorio Corbo da cuenta que el Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco no asistirá a la Sesión del día de hoy, ya que en razón de su cargo debe concurrir al Congreso Nacional para tratar el Presupuesto para el año 2008.

Asimismo, indica que la fecha de la Sesión de Política Monetaria del mes de mayo de 2008, será el jueves 8 de ese mes y que corresponderá asistir al Senado el día miércoles de la semana siguiente.

El señor Presidente señala que, como es habitual, se dará inicio a la presentación del informe económico y financiero de la Gerencia de División Estudios, el cual será presentado en la parte internacional, por el Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann Beresi y, en la parte nacional, por el Gerente de División Estudios Subrogante señor Igal Magendzo Weinberger.

42



El Presidente señor Vittorio Corbo ofrece la palabra al Gerente don Sergio Lehmann Beresi, para que inicie la exposición.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann señala que entre los aspectos destacados para esta Reunión, cabe considerar que se refuerzan las expectativas de una desaceleración en el crecimiento mundial, a pesar de las cifras favorables que se han observado para el tercer trimestre en las economías desarrolladas. Indica que en Estados Unidos de América esto se debe al recrudecimiento de las preocupaciones respecto de los alcances que tendría la crisis *subprime* en los estados financieros negativos de los bancos; las mayores exigencias en la entrega de créditos; y las restricciones que permanecen, e indica que se suman a ello los elevados precios de los energéticos, particularmente el precio del petróleo. Agrega que frente a esta situación la Reserva Federal recortó su Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base, y posteriormente logró inyectar liquidez adicional a los mercados. Indica que el mercado ajustó nuevamente sus perspectivas ante el anticipo de un nuevo recorte de la tasa *Fed Found* en los próximos meses.

Por otra parte, las perspectivas para la Tasa de Política Monetaria en la Zona Euro y Japón se mantienen sin cambios significativos. Lo anterior, en el contexto de tasas de interés de largo plazo, que han caído de manera significativa en torno a 35 puntos base en el caso de Estados Unidos de América en el último mes; 20 puntos base en la Zona Euro, y una magnitud similar en el caso de Japón. En tanto, continúa la baja del valor del dólar en los mercados internacionales, ya que en lo que va del año el dólar multilateral ha perdido un 10% de su valor. Los mercados emergentes también han dado cuenta o sentido los efectos de las mayores preocupaciones en los mercados internacionales durante el último mes, lo que se ha reflejado en aumentos de volatilidad e incrementos de *spreads*.

Indica el Gerente señor Lehmann que en materia de *commodities* el petróleo se ha acercado a US\$ 100 el barril, ante el aumento de los riesgos geopolíticos y preocupaciones por el bajo nivel de *heating oil* al inicio de la temporada de invierno.

Por su parte, el precio del cobre desciende 14%, hasta el día de ayer frente a preocupaciones por la debilidad de la demanda norteamericana por este metal.

Señala el señor Lehmann que en el cuadro resumen que presenta, en términos de indicadores para Estados Unidos de América, se aprecia que en éstos predominan las noticias negativas, lo que está asociado por ejemplo, al sector construcción, venta de casas, permisos de construcción, y también algunos indicadores relacionados a órdenes por la compra de bienes durables, y también se desprende que la confianza de consumidores está cayendo igualmente que el precio de viviendas. Asimismo, el ISM también está bajando más de lo previsto. Por otra lado, algunas noticias positivas que todavía se están analizando, se encuentran vinculadas particularmente al mercado laboral, creación de empleo y el PIB del tercer trimestre que también fue por sobre lo anticipado, y algunas indicaciones asociadas al consumo.

Señala el señor Gerente que como se anticipaba, se duplicó el crecimiento del PIB del tercer trimestre en Estados Unidos de América, en que se destaca la composición de distintos elementos que dan cuenta de un crecimiento por sobre lo anticipado. Destaca especialmente que el aumento o composición del consumo continúa siendo un contribuidor importante de las exportaciones netas, el cual se aprecia por sobre lo anticipado. En cuanto al resto de los componentes, éstos no presentan variaciones significativas respecto a lo que se había observado en el segundo trimestre. Indica que sin embargo, continúan disminuyendo las



expectativas para el consumo y las perspectivas futuras. Por su parte, el indicador de consumo personal que tiene una cierta correlación con la confianza de los consumidores, si bien mostró un aumento en el registro del último mes, todo indica que las perspectivas hacia delante deberían ir cayendo, lo que está recogido por la confianza de consumidores del *Conference*, que muestra una caída bastante significativa así como también la confianza construida a partir de la encuesta de la *Universidad de Michigan*.

Asimismo, señala el señor Lehmann que aparecen señales del mercado laboral, que demuestran que si bien las solicitudes de subsidio de desempleo se mantienen relativamente estables, se observa que la tasa de desempleo comenzará a aumentar y tal vez en línea con este comportamiento, las indicaciones a partir de la encuesta de confianza de consumidores que recogen una mayor dificultad para encontrar empleo. Por lo tanto, recogiendo precisamente esta correlación, estima que se debería prever que el desempleo mantuviera algún aumento al menos en los próximos meses. Por otra parte, se observa una caída importante de las utilidades de las empresas y las condiciones crediticias se ven más estrechas, lo que fundamenta la desaceleración de la economía en el cuarto trimestre y el próximo año.

Sin embargo, comenta el señor Gerente de Análisis Internacional que las presiones de precios siguen presentes, no obstante la aceleración que se espera. Indica que el Costo Laboral Unitario, CLU, en doce meses, está relativamente bajo el 2% lo que se explica por el aumento de tecnología. Señala que de todos modos la variación en doce meses se mantiene algo por sobre 4%.

En relación al índice de precios, el señor Lehmann señala que los distintos indicadores para el IPC y medias podadas, a propósito de la canasta del IPC en Estados Unidos de América están algo por debajo del 3%, el IPC subyacente está por debajo del 2% y el PCE está en torno a 1,8%. Hace presente que se ha agregado al gráfico que se comenta, para dar cuenta que las presiones inflacionarias podrían estar presentes aún, dos medias podadas que son publicadas por la Reserva Federal. La primera de ellas muestra un ligero aumento para el último mes, que se calcula sobre la base de la mediana de la inclusión de precios, es decir, la mediana de los precios de la canasta del IPC está en el margen aumentando. La segunda de ellas muestra una distribución truncada que es básicamente eliminar las colas, el 16% que más sube y el 16% que más baja, y eso ha mostrado en el margen un aumento, pero de todos modos ambas lecturas se mantienen entre 2% y 3%.

Respecto a la Zona Euro, señala el señor Lehmann que se cuenta con buenas noticias para el sector industrial, sin embargo, no tan buenas por el lado del sector laboral, ventas industriales y ventas minoristas. De todas maneras, la economía de la Zona Euro mostró dinamismo durante el tercer trimestre y eso se refleja también en algunos indicadores parciales en lo que se refiere a ventas minoristas.

Sin embargo, la confianza de negocios llevaría a una menor actividad en los trimestres siguientes, como se observa en los índices de toda la Zona Euro. En Alemania, Francia e Italia, se observa una caída relativamente importante. Agrega que en la encuesta de confianza se aprecia el menor nivel de los últimos 15 años, lo que refleja una importante desaceleración durante el cuarto trimestre y probablemente con algo más de fuerza durante el próximo año.

En términos de inflación, si bien el IPC subyacente se ha mantenido relativamente acotado, por debajo del 2%, el IPC preliminar muestra un aumento importante, algo por debajo del 3% y el IPC muestra también un aumento importante.

4



Indica el señor Lehmann que para Japón los indicadores son más débiles durante este mes, asociados a las perspectivas de crecimiento algo más débiles hacia delante. Agrega que el PIB de Japón para el tercer trimestre fue de 2,6%, valor por sobre lo previsto, ya que se esperaba un 2,8%. Sin embargo, el segundo trimestre fue revisado hacia la baja. La inflación sigue en el plano negativo y la tasa del Banco de Japón se mantuvo.

Hace presente el Gerente de Análisis Internacional que respecto a *commodities* existen variaciones durante el último mes con respecto a la última Reunión de Política Monetaria. El cobre, como ya se adelantaba, cae en 14%, el petróleo aumenta 17% y la gasolina casi 20%.

En el caso de los granos, se presentan comportamientos dispares: el trigo cae, el maíz sube, la celulosa y el molibdeno muestran movimientos relativamente pequeños.

Agrega que de forma generalizada los inventarios de *commodities* se ubican en nivel bajo, con niveles de mínimo histórico, lo que no es solamente aplicable para el caso del cobre y petróleo, sino que también para el caso del maíz y el trigo. El precio del petróleo se aproxima a sus máximos históricos, mientras el precio del cobre retrocede. Tal como se observó en la Reunión anterior, aquí se está considerando una canasta de monedas sobre la base de los principales consumidores de *commodities*. En el caso del cobre se presentan caídas los últimos días y detrás de los movimientos del precio del petróleo se observan factores vinculados a la demanda y a los niveles de inventario.

En cuanto al precio del cobre, menciona el Gerente señor Lehmann, éste se revisa al alza. Para el año 2008 se está haciendo una corrección a US\$ 3, desde US\$ 2,75, sin embargo indica que todavía no están del todo recogidas las noticias en torno a la evolución más reciente del cobre. Agrega que durante las últimas jornadas, con la excepción de hoy, el cobre ha mantenido más bien una trayectoria hacia la baja. Estima que la razón fundamental para revisar este precio está asociada a la información sobre producción para el próximo año de Cochilco y de empresas que dan cuenta de una producción que sería 4% por debajo de la que se preveía. Eso daría cuenta de un mercado más estrecho sobre la base del escenario base. Agrega que sobre la base de demanda de metal, se observa que China informa que el mercado para el próximo año podría estar deficitario y por lo tanto, sostener precios en torno a US\$ 3, lo que llevó a corregir la proyección para el 2008, pero en la información más reciente podría modificarse.

El Gerente de Análisis Internacional se refiere a las proyecciones para el petróleo, señalando que los datos están muy alineados con la información del Departamento de Energía de Estados Unidos de América para este año y por consiguiente se cuenta con proyecciones más recientes y por ello, con toda seguridad, los precios que se han considerado son más altos que el de los bancos de inversión. Asimismo, señala que en el caso del cobre sucede algo similar, en términos que para el año 2007 se está más o menos alineados y para el año 2008, algo desalineados, más conservadores respecto a la mayor parte de los bancos de inversión, y particularmente respecto a Cochilco.

En cuanto a los movimientos de Tasa de Política Monetaria, el Gerente señor Lehmann muestra una gráfica de cómo han ido cambiando las perspectivas desde el mes de septiembre hasta la fecha, en función de las probabilidades de recortes a partir de la Tasa de Política Monetaria de Estados Unidos de América, las que se han ido ubicando hacia la baja, en la medida que han estado recrudesciendo las preocupaciones por el crecimiento, así como también recogiendo los recortes que la Reserva Federal ha estado efectuando. Señala que si bien la mayor parte de los Analistas plantea una mantención, si uno suma las probabilidades de



recorte, la mayoría del mercado está esperando un recorte para la próxima reunión de la Reserva Federal a mediados de diciembre de este año.

En cuanto a las tasas largas, señala el señor Gerente que éstas caen de manera significativa. La tasa nominal y la real llevan a una compensación inflacionaria que se mantiene relativamente estable. En el caso de Europa y Japón, se presentan caídas relativamente importantes en las tasas a 10 años plazo. El dólar por su parte, continúa perdiendo terreno frente a las principales monedas. El dólar multilateral presenta una tendencia importante hacia la depreciación. Por consiguiente, vemos alzas del Yen, la Libra Esterlina y el Euro, lo que ubica a esa divisa en el mínimo histórico, pero en una perspectiva un poco más larga. Señala que se ha observado desde el año 1990 al 2007 e indica que existe el récord del menor nivel del dólar en términos multilaterales de los últimos 17 años. Señala que en el caso particular del Euro, comparado con el Marco Alemán para hacer el efecto de empalme correspondiente, en los máximos históricos o al menos mirado desde los años 90, en el caso del Yen se tiene bastante más variabilidad, pero claramente se está mirando una situación excepcional en términos del grado de depreciación que mostró el Dólar.

El Gerente de Análisis Internacional señala que, por su parte, la paridad cambiaria aumenta fuertemente los últimos días. Por su parte, el *spread* entre *Libor* 90 días y Tasa de Política Monetaria ha tendido a caer, y debería tender a normalizarse durante el año 2008. Indica que esto ocurriría tanto en Estados Unidos de América como en Europa, de acuerdo a lo que se recoge en los futuros.

Finalmente, comenta el Gerente señor Lehmann que el Dólar pierde valor según la información recogida respecto a una canasta importante de monedas, además predomina en el último mes una caída de las bolsas y, si bien se observan algunos aumentos, durante el último año han predominado las caídas de éstas, como es el caso de la Bolsa de Estados Unidos de América, Chile y también México.

En relación a la caída de las utilidades de las empresas, el Consejero señor Enrique Marshall señala que le parece que sería interesante hacia delante conocer el desglose de estas cifras para determinar cuáles corresponden a bancos, ya que están haciendo provisiones muy grandes. Agrega el Consejero señor Marshall que tiene la impresión que estas cifras están muy determinadas por las operaciones de los bancos.

El Gerente señor Lehmann señala que sería posible efectuar esta separación, ya que de los gráficos que se muestran se aprecia que es probable que gran parte de la baja inmobiliaria esté influenciada en gran medida por la caída de los bancos. Agrega el señor Lehmann que también habría que desagregar de las cifras la situación de las empresas constructoras para saber qué está sucediendo con ese sector.

En relación a las variaciones que se han observado en los *commodities*, tales como cobre, petróleo, gasolina, trigo, maíz, el Consejero señor Jorge Desormeaux consulta si el Gerente señor Lehmann puede explicar la razón por la cual los inventarios están bajos.

El Gerente señor Lehmann señala que existe una combinación de factores para explicar esta situación. Indica que efectivamente la demanda se ha mantenido sólida, particularmente de parte de las economías emergentes; elevada en el caso de Estados Unidos de América donde ha habido algunos problemas de producción y la oferta no ha respondido en



línea con la evolución que ha mostrado la demanda. Agrega, que se especula respecto a eventuales decisiones que la OPEP podría tomar respecto a su producción, pero la sensación del mercado es que la producción es débil, y que no está respondiendo a la evolución que ha mostrado la demanda y eso está detrás de los inventarios y por debajo de lo que se había observado en meses pasados. Lo anterior también está vinculado con los efectos que ha tenido la demanda de gasolina, porque como las refinerías han estado satisfaciéndola, no han tenido suficiente espacio para responder a la necesidad de acumular inventarios de calefacción al inicio del período y no han logrado constituir suficientes inventarios al inicio de esta temporada.

El Gerente de División Operaciones Financieras consulta si el alto precio del petróleo y de la gasolina obedecería más bien a sorpresas por el lado de la demanda o de la oferta.

El señor Lehmann señala sobre el mismo tema que, en primer lugar, la demanda ha sido más alta que lo que se preveía, aún cuando se espera una caída, pero indica que la sorpresa es que se ha mantenido sólida, no obstante los precios significativamente altos, y en segundo lugar, la oferta no ha ido acompañando a la demanda como probablemente se pudiese haber anticipado, dado los precios que se observan en el mercado. Agrega que también se cuenta con aumentos de riesgos geopolíticos, lo que no es del todo anticipable, pero tampoco es tan sorprendente y se sabe que en esa época del año hay condiciones climáticas más adversas. En el caso de la gasolina, el precio también ha aumentado en línea con la evolución que ha tenido el precio del petróleo, asociado en parte a la mantención de las refinerías.

El Gerente de División Estudios Subrogante, señor Igal Magendzo indica que cree que cuando los inventarios están estrechos, el precio debiera ponerse más sensible a noticias geopolíticas, y entonces es posible que lo que se observa sea la reacción a una situación geopolítica más complicada en un contexto de inventarios más ajustados.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que también ha influido en esta materia los temporales en el Mar del Norte y no solamente las condiciones climáticas en el Golfo de México.

Sobre este tema, el Gerente señor Lehmann señala que actualmente la oferta de petróleo del Mar del Norte es pequeña en relación al nivel mundial y en situaciones de mucha estrechez cualquier noticia en ese ámbito tiene importancia.

El Consejero señor Jorge Desormeaux consulta si existe alguna opinión sobre el impacto que puede tener el descubrimiento de petróleo en Brasil.

El señor Lehmann indica que se ha analizado detalladamente este tema, y señala que podría ser significativo, puesto que las noticias que se han recogido es que se trata de reservas bastante importantes lo que podría generar un impacto en la oferta, cuya magnitud en este momento no podría dimensionar.

El Presidente señor Vittorio Corbo consulta qué sucede en el caso del petróleo para el año 2008.

hp



Indica el señor Lehmann que respecto al petróleo para el año 2008, éste tiene una corrección muy significativa de alrededor de US\$ 12. Señala que en la gasolina también se habla de una revisión bastante significativa, de casi 10% tanto para el año 2008 como para el 2009. En cuanto a la revisión para el año 2007 es algo menor. Comenta el señor Lehmann que en el caso de otros *commodities* no hay revisiones significativas, por tanto el escenario se mantiene.

El Vicepresidente señor José De Gregorio señala que más que el nivel del precio del petróleo, lo que importa es su dinámica. Por lo tanto, más que una mala noticia del precio del petróleo, desde el punto de vista inflacionario en el horizonte de política, lo que importa es el precio que baja desde US\$ 88 a US\$ 82. Esto significa que en la proyección anterior desde US\$ 76 a US\$ 74, se tiene que ver la dinámica completa, ya que puede entregar un punto de vista con una implicancia positiva sobre la inflación. Agrega que esto depende mucho de la trayectoria supuesta en el horizonte de proyección para el precio del petróleo.

El Consejero señor Manuel Marfán, sobre el tema de los *commodities*, señala que en Chile también se produce trigo y maíz e indica que el trigo temprano empieza en el mes de diciembre y el otro en febrero, por lo cual el precio de esos bienes tiende a desvincularse del precio internacional.

El Gerente de División Estudios Subrogante, respecto al tema del trigo, señala que se ha estado indagando sobre la vinculación del precio interno del trigo con el externo, pero al parecer efectivamente habría cierta evidencia que en los meses de verano el precio en Chile tiende a desvincularse, o es algo menor que el precio internacional, pero es muy poco significativo y probablemente habría que trabajar mejor los datos. Agrega que por el momento no está incorporado en el escenario central de proyección.

En cuanto a la depreciación del Dólar frente a monedas como el Yen, Euro, y otras, consulta el Vicepresidente señor De Gregorio si usando la composición de monedas hacia atrás se puede reconstruir la situación pasada del Euro.

El Gerente señor Sergio Lehmann señala que se puede reconstruir y respecto al Dólar Australiano, el Dólar Neozelandés, Peso Chileno, Peso Mexicano, Real Brasileño, se observan tendencias hacia la apreciación de esas monedas en el margen. Sin embargo, se observa algún aumento, particularmente en el caso del Peso Mexicano y del Peso Chileno. En el caso de otras monedas, hay un comportamiento parecido.

El Presidente señor Corbo comenta que es importante destacar que México ha tenido una pérdida persistente en términos de intercambio, a diferencia de Chile, y que ellos tienen una competencia en razón de la muy fuerte competencia de China.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que para México la paridad Peso Mexicano/Dólar es casi lo mismo que el tipo de cambio de canasta.

40



El Gerente de Análisis Internacional señala que en el caso de Chile gran parte del aumento de *spread* soberano chileno está asociado al aumento de *swap spread*.

El Consejero señor Manuel Marfán comenta que no le extraña que esté aumentando el premio soberano de Chile porque si el principal riesgo que se percibe es un riesgo de tipo financiero, hay economías que son financieramente más vulnerables y Chile no lo sería porque cuenta con grandes reservas de superávit fiscal. En cambio, en el caso de México, Brasil y Rusia, estas economías han estado muy asociadas al servicio de condiciones financieras internacionales. Agrega que no sabe si esta hipótesis es correcta o no, ya que faltan otros países para considerar en la muestra. Cree que lo que se debería esperar, si esto fuera correcto, es que China permanezca en calma, lo que no es efectivo, porque ese país no debiera ser motivo de desconfianza por la cantidad de reservas que tiene y su superávit en cuenta corriente. Agrega que Chile ha sido más bien sensible a *shocks* de términos de intercambio que a *shocks* financieros en los últimos años, a diferencia de esos otros países.

El Presidente señor Corbo señala que estima que la situación de Turquía podría dar más información sobre el particular porque presenta dificultades por el lado financiero, a diferencia de lo que ocurre con China.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Jadresic agrega a lo anterior que el aumento del premio soberano chileno se asocia a estas mayores preferencias por instrumentos más líquidos y no a un aumento del riesgo soberano propiamente tal, ya que éste está totalmente plano.

El Presidente señor Vittorio Corbo ofrece la palabra para comentarios sobre la parte internacional.

El Consejero señor Enrique Marshall comenta que las proyecciones de crecimiento se han ajustado muy marginalmente, observándose por el momento, escenarios de riesgos más que cambios en las medidas de tendencia central, las que siguen manteniéndose en los mismos términos.

El Presidente señor Corbo señala sobre el particular, que también hay anticipos de mucho menos crecimiento, y que incluso en su presentación al Senado de Estados Unidos de América, el Presidente de la Reserva Federal fue muy explícito, señalando que el crecimiento del cuarto trimestre era negativo, como asimismo todos los indicadores económicos o industriales del cuarto trimestre.

El Gerente de Operaciones Financieras señor Jadresic expresa que se observa una aparente e importante discrepancia entre la opinión de la Reserva Federal y la de los mercados en cuanto a que éstos están esperando bajas adicionales de tasas y la Reserva Federal, por su parte, ha informado de un sesgo más bien neutral con algo más de preocupación por la inflación. Sin embargo, en los mercados se refleja en las tasas cortas. Las tasas largas han caído fuertemente, los *spreads* soberanos han subido, y pareciera que hay algún aspecto que tendrá que resolverse.





A continuación, el Presidente señor Vittorio Corbo ofrece la palabra al Gerente de División Estudios Subrogante, señor Igal Magendzo Weinberger, para que presente la exposición sobre la parte nacional.

El Gerente señor Magendzo señala que en los mercados financieros nacionales destacó el cambio en las expectativas, respecto de la evolución de la Tasa de Política Monetaria tras la publicación de los datos de actividad e inflación a comienzos del mes de noviembre. Agrega que ello implicó que el mercado anticipe que no habrán nuevos movimientos de la Tasa de Política Monetaria en lo que resta del año, considerando que se preveía un aumento de 25 puntos base, comportamiento que se deduce tanto de los precios de los activos financieros como de las tasas *swap* y de las distintas encuestas a operadores financieros y analistas. Señala que la mediana de la Encuesta de Expectativas Económicas de noviembre prevé que no habrá movimientos de la Tasa de Política Monetaria durante todo el año 2008, y solo se espera un aumento de 25 puntos base durante el 2009.

Menciona el señor Magendzo, que la tasa de crecimiento anual del crédito se mantuvo relativamente estable, con un mayor dinamismo del crédito para la vivienda y uno relativamente menor del de consumo, en línea con lo observado en los meses anteriores. Asimismo, los resultados de la encuesta de condiciones crediticias del tercer trimestre mostraron que las instituciones bancarias restringieron los estándares de aprobación de créditos para la mayoría de los segmentos, alcanzando inclusive a las grandes empresas. Indica el señor Gerente que la demanda, en tanto, mantiene su crecimiento, aunque en los créditos de consumo se detecta un cierto debilitamiento, asociado al nivel de endeudamiento que ya han alcanzado los hogares. Por su parte, los agregados monetarios muestran tasas de crecimiento anual algo mayores que las del mes anterior, pero con velocidades de expansión que se reducen levemente.

Hace presente también el señor Magendzo, que el tipo de cambio nominal ha fluctuado durante el último mes en torno a \$500 por dólar. No obstante, en lo más reciente, el peso chileno se ha depreciado respecto del dólar y de la generalidad de las otras monedas, respondiendo a las noticias de actividad e inflación y sus implicancias sobre la trayectoria esperada de la Tasa de Política Monetaria. Agrega que al cierre del Informe que presenta, la paridad peso/dólar está en un nivel 0,9% superior al que se registraba al momento de la Reunión del mes de octubre pasado. Por otra parte, considerada una canasta más amplia de monedas (TCM), dicha variación es de 2,6% y, excluido el dólar de dicha canasta (TCM-X), es de 2,4%. El tipo de cambio real (TCR), a su vez, se ubicó en 91,8 en octubre, 1,8% menor al valor de septiembre y su valor spot sería aproximadamente de 93,0.

Por otra parte, el señor Magendzo menciona que el Imacec del mes de septiembre aumentó 2,8% anual, 4,4% considerando el efecto calendario de dos días hábiles menos, valor por debajo tanto de la proyección del mes pasado como de lo esperado por el sector privado. Agrega que, por sectores, la mayor actividad de minería y la mantención del dinamismo de transporte y comunicaciones fueron, en gran medida, compensadas por el negativo aporte de EGA e industria, a lo que se sumó el magro desempeño del comercio, en línea con el bajo crecimiento de los indicadores mensuales de consumo.

Señala el señor Gerente, que el crecimiento de la actividad del mes de septiembre, aunque bajo en relación con los meses anteriores y especialmente con el primer semestre del año, no es, en sí mismo, un indicador a partir del cual puedan extraerse tendencias para la evolución de la actividad en los meses siguientes. Agrega, que si bien se contabilizan sólo dos días hábiles menos respecto del año anterior, en la práctica es posible



BANCO CENTRAL DE CHILE

incluso plantear que el número de días trabajados fue menor, dada la extensión de la celebración de fiestas patrias, con lo que el efecto calendario podría ser mucho mayor que lo estimado. Indica, que el número de horas trabajadas en el mes apoya esta evaluación. De hecho, el número de horas que se trabajó en septiembre es comparable a lo que se trabaja en promedio durante enero y febrero, lapso en que la mayor parte de los trabajadores hacen uso de su período de vacaciones. Menciona que cada día hábil menos de trabajo tiene un impacto del orden de 0,5 punto porcentual sobre la actividad del mes.

Indica el señor Magendzo que, considerando el promedio de los Imacec publicados en el tercer trimestre, la actividad habría crecido 3,8% anual, la menor tasa del año, lo que confirmaría la materialización del riesgo contemplado en el último *IPoM*, de una actividad con un crecimiento menor al considerado en el escenario base. Agrega, que gran parte de la desaceleración del trimestre se explica por el débil desempeño de sectores ligados a recursos naturales tales como minería y electricidad, gas y agua, aunque también alcanza a otros sectores como industria y comercio. De esta forma, el crecimiento de la segunda mitad del año se estima será inferior al que se verificó en la primera mitad del año 2007, con lo que se prevé que el incremento anual del PIB estará por debajo del rango de 5,75%-6,25% que se proyectó en el mes de septiembre. Hace presente que la información disponible parece apuntar a que las holguras de capacidad serían mayores que lo previsto en el *IPoM*.

Menciona el señor Magendzo que en septiembre los indicadores de consumo privado tuvieron tasas de crecimiento anual inferiores a las del mes anterior y a las del segundo trimestre del año. El nivel del consumo, luego de dos años de crecimiento significativo, se estabilizó desde mediados de año y los riesgos respecto de su evolución se han acentuado. Comenta que algunos de sus determinantes se aprecian menos favorables: las condiciones crediticias se han vuelto más restrictivas; el crecimiento del empleo ha perdido dinamismo y el ingreso de los privados se ha deteriorado, producto de la alta inflación y el menor crecimiento. A ello se puede agregar que los indicadores de expectativas de los consumidores se ubican en niveles más pesimistas que a comienzos de año y que se produjo una alta acumulación de existencias en el tercer trimestre. Agrega el señor Gerente mencionado que todo lo anterior configura un panorama donde ha aumentado el riesgo que el consumo privado no retome dinamismo en el trimestre en curso. Señala que no obstante, existen argumentos que matizan este riesgo, en particular que las importaciones de bienes de consumo han seguido mostrando un crecimiento importante en la segunda mitad del año, más allá de una relativa moderación en septiembre. En todo caso, se estima que en el escenario más probable, durante este trimestre el consumo retomarías tasas de crecimiento algo mayores que en el trimestre recién pasado.

Por el lado de la inversión, indica el señor Magendzo que se han acumulado algunos datos favorables en el último mes. Las importaciones de bienes de capital del mes de octubre tuvieron un aumento importante respecto del mes anterior, manteniéndose en niveles elevados. A su vez, el catastro de inversión de la CBC de septiembre reflejó incrementos significativos en la inversión total para el trienio 2007-2009. Menciona que las correcciones para el año corriente en su conjunto son relativamente leves, principalmente con un cambio en el perfil de la ejecución entre los trimestres. Para el 2008 y 2009, en cambio, las correcciones son más importantes, promediando aumentos del orden de 35% anual. Por el lado del comercio exterior, a los ya mencionados incrementos de las importaciones de bienes en octubre, se sumó una recuperación importante de las exportaciones mineras e industriales en igual período.

Por el lado del mercado laboral, menciona el señor Magendzo, se observa que el empleo total siguió creciendo a tasas anuales cercanas a 3%, aunque con una velocidad de expansión próxima a cero. El cambio de composición del empleo ha continuado, con un empleo asalariado que sigue creciendo cerca de 5% anual y un empleo por cuenta propia que registra por segundo mes consecutivo una variación negativa de menos 1,1% anual. Respecto del

4



desempleo, los datos de septiembre mostraron, por tercer mes consecutivo, un incremento de la tasa de desempleo que, eliminada estacionalidad, avanzó hasta 7,0%, más 0,2 punto porcentual respecto del mes previo, acumulando un aumento de 0,7 punto porcentual desde el trimestre móvil terminado en junio de este año. Señala que este mayor desempleo se da en un contexto donde la fuerza de trabajo siguió aumentando, alcanzando la mayor variación desde hace dos años, 2,3% anual, con un leve incremento mensual, luego de tres meses de descensos. Esta mayor fuerza de trabajo genera holguras en el mercado laboral, aliviando presiones en el aumento de los salarios. Por otra parte, los datos de la Asociación Chilena de Seguridad muestran que el empleo sigue creciendo a tasas anuales elevadas, 7,4% en septiembre y los datos reportados por la encuesta de ocupación y desocupación de la Universidad de Chile, entregan un panorama en que la tasa de desempleo desestacionalizada del Gran Santiago se mantuvo constante entre junio y septiembre de este año, distinto a lo que se obtiene del INE, en que se observa un descenso en igual período. Para el empleo, ambas encuestas arrojan un panorama similar, con tasas de variaciones anuales que, prácticamente, se mantienen entre junio y septiembre, aunque en niveles diferentes.

Hace presente el señor Gerente que en el mes de septiembre los salarios nominales tuvieron un aumento moderado en su tasa de variación anual, mientras el crecimiento de los CLU se redujo. Agrega que el IREM creció 8,2% anual, 8% en agosto y el CMO aumentó 5,9%, 5,7% en agosto. Los salarios nominales de la Asociación Chilena de Seguridad mostraron un fuerte incremento respecto al mes anterior 7,3% anual, 5,6% en agosto, siendo el sector construcción el que más creció. Asimismo, la velocidad trimestral de los salarios nominales volvió a aumentar, aunque muy influida todavía por la gran aceleración de los salarios en julio. En términos reales, el IREM y el CMO registraron descensos relevantes en sus tasas de crecimiento anual, dado el alto registro de inflación de septiembre, llegando a 2,2% y 0%, respectivamente. Señala que el IREM y el CMO, que excluyen EGA, minería, servicios comunales, sociales y personales, exhibieron incrementos moderados en su variación anual, ubicándose en 7,6% y 6%, respectivamente. El IREM ponderado por CMO mostró un comportamiento similar al de los otros indicadores de salarios nominales, aumentando 5,5% anual en septiembre, 5,3% el mes previo. La tasa de crecimiento de los CLU se moderó, pasando de 3,9% a 2,2%. En este cambio incidió el aumento de la productividad medida asociado con la ya comentada reducción de las horas trabajadas en el mes de septiembre. La velocidad, en cambio, continuó en aumento, aunque influenciada por el mismo efecto que explica el aumento de la velocidad de los salarios.

Menciona el señor Magendzo que en el mes de octubre, el IPC tuvo una variación mensual de 0,3%, cifra de 0,2% para el IPCX y de 0% para el IPCX1. Así, el incremento en doce meses del IPC llegó a 6,5%, mientras el del IPCX e IPCX1 alcanzaron a 5,1% y 5,7%, respectivamente. Por su parte, la velocidad trimestral del IPCX1, siguió aumentando en octubre, pero en términos mensuales se revierte parcialmente el aumento de los meses previos.

Señala que otras medidas de tendencia inflacionaria registraron movimientos mixtos. Las medias podadas, MPG y MPA, crecieron en torno a 5%, mientras el TMVC alcanzó a 3,6% anual. Por su parte, tanto el IPC que excluye los precios de la energía y los alimentos como el IPCX1 sin alimentos, registraron descensos moderados en sus tasas de variación anual, llegando a 2,0% y 2,8%, respectivamente. En el mes de octubre se mantuvo estable la variación anual del IPC de bienes y disminuyó levemente la variación del IPC de servicios, ambas medidas en su versión subyacente.

Menciona también el señor Magendzo que las expectativas de inflación no tuvieron cambios significativos, respecto de la Reunión anterior, manteniéndose cerca de 3% para el horizonte de política monetaria. Sin embargo, durante el mes presentaron incrementos



importantes que se revirtieron total o parcialmente tras conocerse el IPC del mes de octubre, el que resultó menor a lo esperado por la generalidad del mercado financiero. Este fenómeno fue especialmente notorio en aquéllas de menor plazo. Señala que en el caso de la Encuesta de Expectativas Económicas de noviembre, el principal cambio es un aumento de la inflación esperada para diciembre del 2008 desde 3,3% a 3,4% anual. Por su parte, a uno y dos años plazo, las expectativas se mantienen en 3,5% y 3,0% respectivamente. La encuesta a los operadores de mesas de dinero prevé una inflación a un año plazo de 3,60%, 3,55% en octubre, proyección que a dos años se ubica en 3,35%, 3,25% en octubre. Por último, señala que las medidas indirectas de expectativas de inflación que se derivan de los precios de los activos financieros, se ubican en niveles similares a los de la Reunión de Política Monetaria del mes de octubre para el mediano plazo, pero aumentan a plazos mayores. Así, la compensación inflacionaria de 1 en 1 alcanza a 2,85%, 3,07% en octubre y la de 3 en 2 se ubica en 3,45%, 3,31% en octubre y la compensación 5 en 5 aumentó a 3,33%, desde 3,18% el mes anterior.

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

El Gerente de División Estudios Subrogante señor Igal Magendzo señala que presentará un ejercicio que fue solicitado por el Vicepresidente señor José De Gregorio, consistente en una simulación conforme al Modelo Económico de Proyecciones, MEP, en que se aplica un *shock* al tipo de cambio nominal para observar cuál es su implicancia sobre la inflación y por tanto, la reacción de política monetaria frente a ese evento.

Menciona el señor Magendzo que esta simulación consta de un escenario base que era el IPoM y tres *shocks*, siendo el primero de ellos aquél en que el tipo de cambio baja, llegando prácticamente a \$500 por un trimestre, y luego se devuelve según la dinámica del modelo. Posteriormente, existe un segundo *shock* donde el menor valor del tipo de cambio se hace persistir por un año, y por último, otro donde el menor tipo de cambio se mantiene por dos años.

De este ejercicio se aprecia que en el caso más extremo, que es el tercer evento, el efecto sobre la inflación es de 1,5 puntos, mientras que en el caso más transitorio, que es el evento primero, es de alrededor de 7 décimas, y se revierte dependiendo de la transitoriedad del *shock*. Ello está en línea con el *passthrough* que se tiene en mente, esto es 10% en el corto plazo, 20% un año y de ahí en adelante tiende a estabilizarse en alrededor de 25%. Agrega el señor Magendzo, que la reacción de política monetaria se hace significativa solamente cuando el *shock* es muy permanente con una disminución de 50 puntos base respecto del escenario central, mientras que si el *shock* es algo más transitorio, podría justificarse una disminución cercana a 25 puntos base, aunque esto no es del todo claro. Por su parte, si el *shock* se percibe como transitorio, no habría una reacción de política.

Finalmente, comenta el señor Magendzo que lo que se está observando con los datos a esta fecha es que este escenario se estaría pareciendo a un *shock* más bien transitorio, pero aún es demasiado prematuro para emitir un juicio definitivo.

El Gerente de División Política Financiera señor Pablo García consulta si lo expresado por el señor Magendzo significa que si se deshace el *shock* inicial de un trimestre, tendría un impacto de 75 puntos base en la Tasa de Política Monetaria.

El Gerente señor Magendzo señala que ello no es así, ya que esa situación se produciría cuando el *shock* dura un año.



El Consejero señor Manuel Marfán menciona que no le hace sentido el ejercicio, porque si analiza el gráfico se aprecia que corresponde a la Tasa de Política Monetaria Nominal, aparece que prácticamente no tiene efecto en el corto plazo, y durante casi todo el período está más bien por sobre lo que sería la trayectoria del escenario base. En consecuencia, consulta por qué razón sube, ya que entiende que la variación nominal del tipo de cambio se hace más positiva posteriormente.

El señor Igal Magendzo indica que lo afirmado por el Consejero señor Manuel Marfán es efectivo. Agrega, que la Regla de Taylor tiene inflación, no el nivel de precio, por tanto las pérdidas no tienen casi ningún efecto sobre la tasa y son las variaciones positivas que se producen, a las cuales reacciona la tasa.

El Vicepresidente señor José De Gregorio señala que como no se utiliza una Regla de Taylor estricta, sino que un *forward look*. La ganancia de inflación que se tiene hoy sólo afecta en la medida que baja la tendencia futura, y afecta más fuertemente después a la pendiente creciente de tipo de cambio. Especulando, agrega, que si se usara una Regla de Taylor con los valores corrientes, debería ser más alta la ganancia de inflación incluso en el escenario de la Tasa de Política Monetaria nominal que es probable que tenga más expansividad.

El Gerente de Investigación Económica señor Klaus Schmidt-Hebbel menciona que la Regla de Taylor en el Modelo Económico de Proyección mira hacia adelante. Agrega que el mismo caso que se discutió antes, es que puede ser buena noticia que el precio del petróleo suba en forma persistente y luego haya inflación alta y en el horizonte de política nuevamente baje y se produzca deflación. Señala que si en forma muy rígida el Banco Central se preocupase solamente de la inflación en el mes 13 y 24, y se supiera con certeza absoluta que después de la inflación viene una gran deflación, entonces sucedería lo que se ha comentado.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que tiene la impresión que si bien es cierto que lo que está comentando el Gerente de Investigación Económica señor Klaus Schmidt-Hebbel es lo que presenta el ejercicio, estima que constituye un error apreciarlo de la manera que se está haciendo, ya que transforma los *shocks* en persistentes.

El Vicepresidente señor José De Gregorio señala que, en su opinión, existen dos implicancias. La primera de ellas, es la manera de hacer proyecciones para una meta de inflación *headline* que, atendida la incertidumbre que existe, puede llevar a un resultado complejo en el horizonte a dos años o puede ser muy sensible a esa evolución. Entonces, se pregunta el señor Vicepresidente cómo hacer la proyección más independiente de esa situación. En segundo lugar, menciona el señor Vicepresidente que tiene que haber una implicancia respecto a la regla que se utiliza, porque se trata de una regla mecánica, más que de proyección de inflación. Si se dice que se proyecta la inflación, puede ser proyectar inflación subyacente y eso puede dar una trayectoria bastante más suave y razonable. Efectivamente, pensar que se tiene un *shock* de un año es efecto de la transitoriedad solamente, y pare efectos prácticos es mejor a veces pensar que son cambios persistentes como hoy en el tipo de cambio.



El Presidente señor Vittorio Corbo señala que esta materia debe seguir analizándose.

El Gerente de División Estudios Subrogante señala que en lo que respecta al consumo durable, existen algunas dudas acerca del nivel de la venta de automóviles, ya que el Banco está usando como indicador la información de Servicio de Impuestos Internos, el cual muestra un crecimiento menor que las otras fuentes que se podrían utilizar, tales como ANAC y lo que reporta el INE. Comenta el señor Magendzo que parte importante del consumo durable corresponde a automóviles y está creciendo más bien a tasas reducidas, según las informaciones con que se cuenta, y eso acumula existencias. Sin embargo, según lo informado por el Gerente de Información e Investigación Estadística señor Ricardo Vicuña, en las Cuentas Trimestrales, que se incluye es la consolidación con las importaciones, por consiguiente se observarán indicadores de consumo más altos que los que reporta este Informe.

El Presidente señor Vittorio Corbo indica que quisiera saber si en las Cuentas Nacionales existen indicadores de importaciones mes a mes y no solamente respecto de los automóviles en particular, con el objeto de evaluar si estos indicadores habría que depurarlos, porque si sólo se están usando las mediciones que realiza el Servicio de Impuestos Internos, las cifras difieren de la información que se ha presentado en esta Reunión.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Esteban Jadresic, manifiesta que a lo mejor el problema que se presenta tiene que ver con deflatores de precios en las cifras del Servicio de Impuestos Internos.

En cuanto a la información sobre la acumulación de inventarios a un año, el Consejero señor Enrique Marshall señala que el año 2005 también se observó una acumulación de inventarios que sorprendió. Sobre este tema, consulta si las cifras ya están ajustadas y si posteriormente ese fenómeno desapareció cuando se efectuaron las revisiones.

El señor Magendzo señala que lo que se ha informado hacia atrás respecto de las Cuentas Nacionales, es lo que efectivamente sucedió, ya que hubo una acumulación de existencias. En todo caso, las cifras no se ven sorprendidas, salvo en el mes de septiembre, cuyas cifras habría que analizar con cautela.

Sobre las expectativas de inflación, el Consejero señor Manuel Marfán señala que tiene la impresión que el mercado tiene bastante interiorizada una proyección de ésta. En consecuencia, estima que si ella se mantiene alta durante varios meses seguidos, más de medio año, cree que se podría correr el riesgo de una pérdida de credibilidad en la meta.

Por otra parte, consulta al señor Presidente si en la reunión de la tarde se podría tener una breve exposición acerca de lo que pasa con la inflación en otros países, puesto que no es algo que habitualmente se analice. Agrega, que se han publicado variados informes de cómo se está acelerando muy fuertemente la inflación en otras economías, como por ejemplo, un artículo del *Economic Intelligent Unit*, que resulta bastante decidor al respecto.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 115  
Política Monetaria  
13.11.2007 15.-

El Presidente señor Vittorio Corbo solicita al *Staff* preparar el documento a que se refiere el Consejero señor Manuel Marfán, a fin de presentarlo al inicio de la Reunión de la tarde.

El Presidente, señor Vittorio Corbo, suspende la Sesión a las 13.40 horas e informa que la misma se reanuda a las 16:00 horas.

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 115.

El señor Presidente ofrece la palabra al Gerente de División Estudios Subrogante señor Igal Magendzo W., quien procederá primero a ilustrar con respecto al *shock* de precios de alimentos; sus efectos en otros países; y, las reacciones de política que han tenido lugar.

El Gerente señor Magendzo señala que quisiera hacer una aclaración a una consulta que se le ha formulado respecto a cuánto ha caído el ingreso privado disponible. Indica que los cálculos que se tienen muestran que el tercer trimestre, comparado con el segundo anualizado, presenta una caída de un 10% del ingreso privado disponible, lo que representa alrededor de 2,5% de caída de ingreso trimestre contra trimestre. Agrega que es muy similar a lo que ha ocurrido con la masa salarial.

En cuanto a la consulta respecto a precios de alimentos, señala que el Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann acaba de repartir un anexo y abordará ese comentario.

Comenta el Gerente señor Lehmann que el citado anexo es un documento elaborado recientemente por el *Deutsche Bank*, que resume el comportamiento de la inflación en un conjunto de economías emergentes. Indica que muestra la inflación *headline* y la inflación de alimentos en cada uno de esos países. Quiere destacar que en el caso de China, se observa claramente un aumento de la inflación, mostrando para el mes de octubre un 6,5% y la inflación de alimentos de 18%, por lo que sería preciso revisar marginalmente hacia el alza la información sobre inflación en ese país. Agrega que también se observan aumentos de inflación en países de América Latina como Brasil y Perú, como asimismo en algunas economías de Europa emergente como la República Checa y Polonia. Señala que este documento da una mirada bastante completa y general de lo que ocurre con la inflación en distintas economías y lo que busca es mostrar que el aumento de inflación está influido considerablemente por un componente importante como es la inflación de los alimentos.

El Gerente de División Estudios Subrogante, señor Igal Magendzo menciona que este tema se va a observar con mucho cuidado y comenta que adelantándose un poco y pensando en el próximo *IPoM*, este debe ser un tema a abordar de todas maneras, intentando entender los distintos procesos, las distintas economías y también la diferencia de Chile versus otras economías.

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

4



El Gerente de División Estudios Subrogante señor Igal Magendzo señala que en la Reunión de Política Monetaria de octubre, el Consejo acordó mantener la Tasa de Interés de Política Monetaria en 5,75% anual, después de tres incrementos consecutivos de 25 puntos base. En esa Reunión se consideró que el conjunto de antecedentes disponibles sugería que, no obstante la elevada inflación — principalmente producto de los inusuales aumentos de los precios de algunos alimentos — los salarios no habían tenido una aceleración adicional y las expectativas de inflación a mediano y largo plazo se mantenían ancladas en torno a 3% anual. Por otra parte, el crecimiento era menor al proyectado en el último Informe de Política Monetaria, situación que parecía ir más allá del desempeño de algunos sectores específicos, mientras el dinamismo del consumo daba señales de reducirse levemente. Además, se señaló que persistían riesgos de escenarios internacionales adversos. El comunicado respectivo indicó que la trayectoria futura de la Tasa de Política Monetaria dependería en particular del desarrollo del escenario internacional, la eventual propagación de los recientes *shocks* inflacionarios a otros precios, y de la evolución de la brecha de capacidad.

Señala el señor Magendzo que desde la reunión anterior, las principales novedades son las siguientes:

- En el escenario internacional, se han reforzado las expectativas de una desaceleración en el crecimiento mundial, percepción relacionada, sobre todo para Estados Unidos de América, con el recrudecimiento de las preocupaciones respecto a los alcances de la crisis de créditos hipotecarios *subprime*. Frente a este escenario, la Reserva Federal volvió a recortar en 25 puntos base su Tasa de Política Monetaria y realizó nuevas inyecciones de liquidez. El incremento de las preocupaciones por los alcances de la crisis *subprime* se ha manifestado también en caídas de las tasas de interés de largo plazo en dólares, una depreciación adicional del dólar y aumentos significativos en los premios por riesgo de economías emergentes y empresas de baja calificación de riesgo en Estados Unidos de América.
- Los precios de los bienes primarios se mantienen elevados y el del petróleo WTI incluso ha vuelto a aumentar hasta niveles cercanos a US\$ 100 el barril, lo que incrementa los riesgos para la actividad y la inflación externa e interna. El precio del cobre y de los granos, en tanto, se ha mantenido elevado.
- En los mercados financieros internos, destacó un aplanamiento de las expectativas de movimientos futuros de la Tasa de Política Monetaria después de la publicación de las cifras de actividad e inflación a comienzos de noviembre. El tipo de cambio nominal, en tanto, ha oscilado durante el mes en torno a \$ 500 por dólar, con una cierta depreciación multilateral en las últimas semanas, coherente con el aplanamiento de las expectativas de movimientos futuros en la Tasa de Política Monetaria. Los agregados monetarios y crediticios continúan con tasas de crecimiento anual relativamente estables, mientras que, según la Encuesta de Condiciones Crediticias del tercer trimestre, las instituciones bancarias habrían restringido los estándares de aprobación de créditos.
- El crecimiento de la actividad en septiembre fue de solo 2,8%, llevando a un promedio para el tercer trimestre de 3,8%. El dato de septiembre da cuenta de un bajo dinamismo no solo en sectores ligados a los recursos naturales, sino también en la industria y el comercio. No obstante, es difícil precisar cuánto de este menor incremento evidenciado en la cifra de septiembre responde a un debilitamiento adicional genuino de la actividad y cuánto a un bajo número de días trabajados en el mes, debido a la incertidumbre respecto del trabajo efectivamente realizado en días cercanos a los feriados oficiales. En todo caso, la información hasta ahora disponible apunta a holguras de capacidad algo mayores que lo anticipado en el último *IPoM*. En septiembre, los indicadores de consumo

34





mostraron un bajo dinamismo y confirman que, luego de dos años de crecimiento significativo, los indicadores de consumo privado se han desacelerado considerablemente desde mediados de este año. Sin embargo, la inversión continúa creciendo a tasas elevadas.

- La inflación mensual del IPC de octubre fue menor que la de los meses inmediatamente anteriores y menor que lo proyectado. Pese a esto, persiste un escenario de inflación anual muy por sobre lo anticipado en el *IPoM*, a un nivel muy por encima del límite superior del rango de tolerancia. La variación anual del IPCX1, las distintas medidas de inflación que excluyen energía y alimentos, así como el número de ítems de la canasta cuyos precios suben, revirtieron en el mes su tendencia al alza, aunque en parte por caídas en categorías relativamente volátiles (salud y transporte). Por último, las medidas de inflación que excluyen los ítems que más han variado o los que han registrado mayor volatilidad, continuaron aumentando en octubre.
- Los indicadores salariales del INE aumentaron levemente sus tasas de variación anual, dejando atrás el evento de pronunciada aceleración de salarios de julio. No obstante, en septiembre se produjo un aumento considerable de la variación anual de las cifras de salarios reportadas por la Asociación Chilena de Seguridad. Cabe señalar, que aún no hay evidencia que los salarios estén aumentando por sobre lo que es coherente con las cláusulas habituales de indexación.
- Los indicadores de expectativas de inflación no son muy diferentes de lo que eran en los días previos a la Reunión de Política Monetaria anterior, manteniéndose cerca de 3% a todos los plazos. No obstante, durante el mes algunas medidas presentaron incrementos importantes, que se revirtieron prácticamente en su totalidad tras conocerse el IPC de octubre, el que resultó menor a lo esperado por la mayor parte del mercado financiero.

Señala el Gerente señor Magendzo que la información de los últimos meses ha exacerbado el dilema que enfrenta la política monetaria. Por una parte, la inflación anual se ha ido elevando en el transcurso del año y, por otra parte, hay signos de debilitamiento de la actividad y del consumo durante el tercer trimestre, cuya persistencia es aún incierta. En este contexto, y con los antecedentes disponibles a esta reunión, las opciones que parecen plausibles son mantener la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual, o bien aumentarla en 25 puntos base.

Agrega que la principal justificación para aumentar la Tasa de Política Monetaria en esta Reunión, al igual que en las Reuniones anteriores, continúa siendo el riesgo de persistencia del fenómeno inflacionario. Si bien los precios de algunos alimentos no perecibles –cuyo aumento durante los últimos meses fue mucho más persistente e intenso que lo previsto en el último *IPoM*– comenzaron a reducir sus tasas de incremento, se suman ahora aumentos inesperados y de magnitudes importantes en los precios de combustibles, en línea con los precios internacionales de referencia. La persistencia y eventual intensificación de aumentos en el precio internacional del petróleo constituye un riesgo importante al alza para la inflación. Cabe señalar, comenta el señor Magendzo, que las medidas de tendencia inflacionaria que excluyen los ítems que más han variado o los más volátiles, también han continuado aumentando, ubicándose en los niveles más elevados desde el 2001.

Comenta el señor Gerente, que también se puede argumentar a favor de un aumento de la Tasa de Política Monetaria para reducir riesgos de posibles efectos de propagación que hagan peligrar la consecución de la meta de inflación en el horizonte de política. En primer término, a los fuertes aumentos de salarios reportados por el INE en julio – pero que no se repitieron en agosto y septiembre – se sumaron ahora aumentos en los salarios



reportados por la Asociación Chilena de Seguridad para septiembre. Respecto del riesgo de inflación de salarios, indica que cabe reiterar la importancia que cobra el próximo reajuste del sector público como efecto señal para el resto de la economía. En segundo lugar, en el curso del último mes, algunas medidas de expectativas de inflación a uno y dos años plazo tuvieron un incremento importante, aunque transitorio, llegando por unos días a niveles que no parecen ser coherentes con la meta de inflación. Estas expectativas seguramente se vieron afectadas al alza por los elevados registros de inflación de los meses previos a octubre, junto con el aumento del precio de los combustibles. En este contexto, agrega el señor Magendzo, subir la Tasa de Política Monetaria podría entenderse como una medida preventiva, que reafirma el compromiso del Banco Central de Chile con la meta, y serviría para reducir la probabilidad de aumentos adicionales en las expectativas de inflación del mercado, los que, por sí mismos, pudieran requerir de acciones de política monetaria. Por último, señala el señor Gerente, cabe mencionar que la Tasa de Política Monetaria se ubica en la parte baja de un rango de estimaciones para la Tasa de Política Monetaria neutral.

Sin embargo, agrega el señor Magendzo, existen elementos que apuntan a que es posible que la inflación vuelva al nivel meta dentro del horizonte de política, sin que sea necesaria un alza de la Tasa de Política Monetaria hoy. En particular, destaca el panorama de holguras menos estrechas durante el tercer trimestre del año. Si bien la lectura del último dato de IMACEC está sujeta a incertidumbre por el número de días (o de horas) efectivamente trabajados en el mes, se corrobora el menor dinamismo del tercer trimestre y se intensifica el riesgo que la actividad sea incluso menos dinámica de lo que se recoge en las proyecciones de corto plazo, no sólo para los sectores ligados a los recursos naturales, sino también para la industria y el comercio. Indica que el consumo, en particular, ha perdido dinamismo desde mediados de este año, seguramente afectado por condiciones crediticias más restrictivas por el lado de la oferta (según la encuesta de condiciones crediticias del tercer trimestre), un crecimiento casi nulo del empleo total y el deterioro del ingreso de los privados en términos reales, derivado en gran medida de los aumentos de precios de alimentos y combustibles. Hace presente que las mayores holguras se evidencian también en el aumento del desempleo reportado por el INE en los últimos datos, en un contexto de casi nula creación de empleo junto con aumentos en la fuerza de trabajo.

Además, agrega el señor Gerente, podría argumentarse que no existe evidencia aún que favorezca el argumento de subir la Tasa de Política Monetaria como medida preventiva de efectos de segunda vuelta que hagan peligrar la meta de inflación, debido a que estos aún no son visibles en la información disponible. La inflación de octubre fue menor que la de los meses previos y sorprendió al mercado por lo bajo. Varias medidas alternativas de inflación subyacente muestran reversiones en su tasa de expansión anual, en línea con el panorama previsto de normalización gradual. De hecho, las distintas medidas de expectativas de inflación, aunque con el comentado incremento preocupante de algunas de ellas en el mes, se encuentran ancladas en torno a 3% a todos los horizontes relevantes. Por otra parte, menciona, como también se señaló, que las medidas de salarios reportadas por el INE no han vuelto a aumentar de forma considerable su tasa de variación, como ocurrió en julio, y no evidencian reajustes más allá de las cláusulas habituales de indexación.

Señala el señor Gerente que a lo anterior se suma que en el escenario internacional los riesgos globales adversos para la actividad se han vuelto a acentuar en el último mes, retomando fuerza los temores respecto de las repercusiones de la crisis *subprime* para el crecimiento mundial, a lo que se suma el reciente aumento en el precio internacional del petróleo. Indica que como se ha mencionado anteriormente, un deterioro más pronunciado del escenario internacional podría eventualmente involucrar una actividad interna más débil, una caída en precios de bienes primarios, incluidos los de alimentos que son referencia para el IPC, y nuevas bajas de tasas de interés externas, entre otros factores. Comenta que podría

4



argumentarse que mantener la Tasa de Política Monetaria hoy es la reacción a un riesgo cuya probabilidad ha aumentado ahora último y cuyos efectos serían significativos.

Agrega el señor Magendzo que también existen, como es habitual, consideraciones tácticas. En primer término, se deben considerar los costos que podría implicar una reversión de corto plazo en el signo de las decisiones de política. Esto, especialmente porque el menor dinamismo que han mostrado el consumo y la actividad podrían ser más persistentes, llevando a incrementos en las holguras de capacidad y menores presiones inflacionarias. En este contexto, señala, puede ser prudente esperar más información, antes de decidir un aumento de la Tasa de Política Monetaria, especialmente a la luz de las cifras de actividad y consumo de septiembre que, si bien de difícil lectura, fueron magras. Segundo, el mercado espera casi en su totalidad una mantención de la tasa en esta oportunidad. Un aumento de la Tasa de Política Monetaria podría tener efectos indeseables sobre los precios de los activos financieros y la volatilidad de los mismos, en un contexto de alta incertidumbre en los mercados financieros internacionales. Tercero, subir en esta ocasión podría llevar a confusión porque la Tasa de Política Monetaria no se aumentó el mes pasado, cuando los últimos registros disponibles en ese momento de inflación e Imacec mensual eran mayores que los últimos registros disponibles ahora. Finalmente, destaca el señor Magendzo, cabe mencionar que el sesgo neutro del último comunicado no provee una restricción evidente a esta Reunión.

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

El Gerente de División Política Financiera, señor Pablo García señala que comparte las opciones presentadas por la Gerencia de División Estudios y estima que lo más apropiado en esta ocasión es mantener la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual. Por el lado de las noticias, estima que dos son las principales respecto al *IPoM*. La primera es que el PIB estaría cayendo en términos anualizados en torno a 6% en el curso del tercer trimestre, dos tercios de lo cual se explicaría por el PIB resto. Indica que estos son cálculos aproximados a partir de las tablas que se repartieron para esta reunión. Agrega el señor Gerente que esta situación estaría empujada fundamentalmente por el incremento de las exportaciones, a lo que se agrega además, un cierto comportamiento anómalo del consumo que también estaría desacelerándose, planteando dudas respecto a si la acumulación de existencias que resulta de ello sería sostenible en el tiempo. Por el lado de los precios, señala el señor García que se tienen noticias de menor inflación que la esperada, por primera vez en varios meses. Agrega que se ve ya alguno de los aumentos de trayectoria de las cifras subyacentes y, lo más positivo, estima, es que las expectativas privadas han reaccionado de manera bastante agresiva frente a esta menor inflación, con escenarios de inflación a mediano plazo bastante cercanos a la meta y además incluyendo una tasa de interés con niveles si algo similares a los que se tiene hoy día, o con pequeños aumentos hacia delante. Por consiguiente, agrega el señor Gerente, hay buenas razones para creer que la debilidad de la meta sigue bien asentada en los mercados financieros.

Por el lado de los riesgos, hay dos principales: uno es que se conjugue hacia mediados del próximo año un entorno de *shocks* de ofertas adicionales o más persistentes por el lado de los combustibles o los alimentos, junto con una propagación mayor a la histórica en salarios e inflación subyacente y por lo tanto, un impacto en las expectativas. El otro riesgo es que se enfrenten hacia mediados del próximo año condiciones externas más restrictivas, con



menores daños para nuestros socios comerciales, menor espacio para *commodities* y condiciones económicas más difíciles para las economías emergentes. Respecto a estos dos riesgos, estima el señor Gerente que al primero es difícil asignar probabilidades pues reflejaría cambios estructurales fundamentales de la manera como los mercados financieros perciben al Banco Central de Chile y es un escenario que, si bien puede tener algún impacto importante, es de probabilidad baja dado que el Banco Central de Chile ha acumulado bastante credibilidad en los últimos años. Por otra parte, el segundo escenario reflejaría los patrones regulares del ciclo financiero y de negocios en el mundo y ahí no se tendría que esperar un cambio estructural muy significativo en las condiciones mundiales para que suceda, sino que simplemente una repetición del ciclo que se ha observado en las últimas décadas, por lo tanto es un escenario al cual el señor Gerente le asigna mayor probabilidad. Por los antecedentes mencionados el señor García estima que como ya lo dijo anteriormente, lo más adecuado en esta ocasión es mantener la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual.

El Gerente de Investigación Económica señor Klaus Schmidt-Hebbel señaló que quiere poner un énfasis algo distinto a lo expresado por el Gerente de División Política Financiera, indicando que las novedades internacionales en el último mes apuntan a una intensificación de los *shocks* de petróleo y a la crisis hipotecaria *subprime* y sus consecuencias en los mercados financieros internacionales. Con ello, señala el señor Gerente, las perspectivas de corto plazo para la inflación mundial son hacia el alza, pero las perspectivas de mediano plazo de crecimiento mundial son hacia la baja, corrigiéndose las proyecciones en forma acorde. No obstante el escenario anterior, indica el señor Schmidt-Hebbel que se ha corregido significativamente la proyección del precio del cobre para los años 2007 y 2008. Agrega que, considerando el rezago del gasto público efectivo respecto de los mayores ahorros fiscales que se harán por el mayor precio del cobre, *ceteris paribus*, la ley que se aprueba en estos días, con un precio del cobre probablemente en torno a US\$ 205, es una continuación de los fuertes incrementos en el gasto público para los años 2009 y 2010, con los correspondientes efectos sobre la fortaleza cíclica y el tipo de cambio real en Chile.

En el plano doméstico menciona el señor Gerente, se muestra en el pasado reciente una economía más débil, con proyecciones de crecimiento de corto plazo hacia la baja. Además existe evidencia de que ya pasó el punto máximo del extraordinario *shock* combinado de precios de alimentos y de energía que ha golpeado a la economía chilena, siendo el mes pasado el primero, después de muchos meses, en que el error de proyección de inflación mensual de analistas y del Banco Central de Chile, cambió de signo.

Estima el señor Gerente que la combinación de las novedades mencionadas justifican aún más que hace un mes, la mantención de la Tasa de Política Monetaria en la Reunión de hoy. Complementando su recomendación de mantención de tasa, sugiere mantener el sesgo neutral de esa decisión, a la luz de la incertidumbre respecto de las condiciones financieras y reales de la economía mundial y, particularmente, considerando que la brecha de la Tasa de Política Monetaria respecto de su nivel neutral es aún negativa, mientras que la brecha del producto y del empleo serán muy probablemente positivas.

El Gerente de Mercados Financieros Nacionales señor Beltrán De Ramón señala que le parece adecuado recomendar la mantención de la Tasa de Política Monetaria en el día de hoy. Menciona que concuerda con que sería confuso para el mercado subir la Tasa de Política Monetaria en esta Reunión si en la del mes de octubre, con PIB e inflación más alta se mantuvo. Sin embargo, agrega el señor De Ramón que quiere llamar la atención a lo que se ha visto en los últimos días y que es un aumento generalizado de expectativas y de compensación inflacionaria de corto y mediano plazo. Indica que en la Encuesta de Expectativas Económicas,



el dato de la inflación para el año 2008 es 340, cifra que no se había observado antes en ese nivel; por su parte, la Encuesta a Operadores de Mesa de Dinero muestra una inflación para 2008 de 360, aunque si bien es cierto había llegado a 390 hace dos semanas atrás, antes de las últimas cifras de IPC e IMACEC. Se podría interpretar, agrega el señor De Ramón, que detrás de este aumento de la inflación está el aumento reciente del precio del petróleo. Considera importante prestarle atención a este fenómeno, aunque si bien es cierto, las cifras se han revertido algo comparadas con dos semanas atrás. Estima que esta situación podría mejorar con un par de IPC más bajos de lo esperado, ya que en su opinión este hecho se produjo como consecuencia de cuatro IPC cerca de 1%, mientras el mercado esperaba solamente la mitad de esa cifra. Agrega que si no se revirtiera este fenómeno y, por el contrario, empeorara en los próximos días, situación que espera no ocurra, habría que actuar en consecuencia.

El Gerente de División Operaciones Financieras, señor Esteban Jadresic, comenta que el Consejo en los comunicados de los últimos meses explicitó el marco de referencia para las decisiones de política monetaria que va a tomar en los meses siguientes y nombró tres factores, a saber, la evaluación del escenario internacional, la eventual propagación de los *shocks* inflacionarios en otros precios, y la evolución de las brechas de capacidad. A su juicio, ese marco de referencia sigue perfectamente válido, se consideró en la última Reunión y en ésta también. Por lo tanto, indica el señor Gerente que cabe considerar qué ha pasado con cada uno de esos factores y estima que lo primero que habría que señalar es el desarrollo del escenario internacional, el que se observa claramente más adverso, con un reforzamiento de las expectativas de desaceleración que ya se venían contemplando y con mercados financieros que ahora están algo más inquietos que lo que estaban hace un mes atrás. Por el lado del segundo factor, señala el señor Gerente que es la evolución de la brecha de capacidad, la que tal como lo señaló el señor Magendzo en su presentación, indica holguras algo mayores a las previstas, en función de un tercer trimestre de actividad más débil que lo esperado y antecedentes de consumo e ingreso disponible más débiles. En contraste con lo señalado, indica que el panorama de evolución de los precios es más delicado y sugiere tener cautela en el manejo de la Tasa de Política Monetaria. Menciona el señor Jadresic que hay algunas noticias positivas como el hecho de que la inflación, excluyendo alimentos y energía, sigue en 2% y 3%, dependiendo de cuál de los indicadores se observe, y no parecen revelar hasta ahora efectos de segunda vuelta en precios no alimentos y no energía, lo que le parece un indicador favorable. Considera positivo también que el IPC de octubre fue menor a lo esperado, pero no así que la inflación anual siga muy alta, bastante por encima de la meta del Banco y se espera que continúe así por bastante tiempo hasta bien adentrado el próximo año, lo cual es un factor de preocupación en sí, a lo cual se suma que algunos salarios, como los de la construcción y los de la Asociación Chilena de Seguridad, están creciendo rápidamente y las expectativas de inflación para los próximos doce meses también están altas.

Considera el señor Jadresic que para efectos de recomendar una decisión, es preciso hacer un balance de los factores señalados y tiene la impresión que al hacer ese balance no se observan señales fuertes para recomendar un cambio en la Tasa de Política Monetaria actual. Estima que si se estuviese en un escenario con ausencia de *shocks* inflacionarios y solamente se estuviera observando el escenario internacional y lo que sucede con actividad, probablemente se estarían discutiendo en el margen las alternativas de mantener la tasa o de reducirla. Por el contrario, si fuera solamente por lo que ha ocurrido con la inflación y no se tuviesen los antecedentes de actividad y de escenario internacional, se estaría con alta probabilidad discutiendo un aumento de tasas. Por lo anterior, recomienda mantener la Tasa de Política Monetaria en el nivel actual, manteniendo la ausencia de sesgo.



El señor Presidente agradece los comentarios del señor Jadresic y ofrece la palabra a la señora Ministra de Hacienda Subrogante, doña María Olivia Recart Herrera.

Menciona la señora Ministra que va a destacar tres elementos centrales en los antecedentes acumulados en el último mes y que son consistentes con la decisión de Política Monetaria adoptada en la Reunión pasada.

En primer lugar, señala, la noticia positiva en materia inflacionaria, que los registros de inflación para el mes de octubre fueron menores a los esperados tanto por el Banco como por el mercado. Las medidas de inflación que excluyen aquellos productos que han sufrido significativos *shocks* de ofertas se mantienen muy acotados, no obstante que algunas medidas de inflación esperadas han subido, las expectativas de inflación a 24 meses permanecen férreamente ancladas al 3%.

En segundo lugar indica la señora Recart, la cifra reciente de actividad da cuenta de un panorama de crecimiento significativamente por debajo de lo esperado hace tan solo unos meses atrás. La actividad del mes de septiembre fue menor a lo esperado, y de esta forma se configura un tercer trimestre cuyo dinamismo estuvo un punto y medio por debajo de lo esperado en la Reunión de Política Monetaria de septiembre. Más aún, agrega, las estimaciones de crecimiento para el cuarto trimestre presentadas esta mañana dan cuenta de una caída de similar magnitud en el ritmo de actividad, en comparación con el último *IPoM*. El escenario de actividad esperada que se preveía en la Reunión de Política Monetaria pasada fue un elemento clave en la decisión de Política Monetaria adoptada. Hoy este escenario de actividad parece evolucionar menos favorablemente.

El tercer elemento es el reforzamiento en las expectativas de una desaceleración en el crecimiento mundial. El riesgo hoy está sesgado hacia una menor actividad a nivel mundial. Lo antes expuesto da cuenta que entre la Reunión de Política Monetaria pasada y la actual, los elementos que atenúan el riesgo del aumento de la inflación se tornan persistentes y se han fortalecidos. La opción adoptada el mes pasado no solo fue adecuada, a la luz de los nuevos antecedentes acumulados, sino que también permanecen válidos este mes.

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

Como es habitual, el Consejero señor Enrique Marshall agradece al *staff* por el material preparado para esta ocasión.

Indica el señor Consejero que las noticias acumuladas en el curso del último mes tienden a confirmar la complejidad del cuadro económico que se enfrenta desde hace algunos meses. Agrega que en el frente externo, se reafirman las expectativas de desaceleración, particularmente en Estados Unidos de América, no obstante las noticias favorables observadas en el tercer trimestre.

Hace presente el señor Consejero que los mercados financieros y, en particular, los mercados de crédito, siguen reflejando un importante grado de incertidumbre, la que incluso se ha intensificado en lo más reciente, no obstante las intervenciones efectuadas por los bancos centrales. Comenta que las tasas largas de los instrumentos más seguros han bajado nuevamente, los premios soberanos para las economías emergentes han subido y los mercados han aumentado su volatilidad. Señala también, que la preocupación



por la inflación que se había atenuado en los últimos meses, ha recobrado importancia. Por otra parte, los precios de los recursos naturales permanecen altos. En este aspecto, destaca el alza del petróleo que se ha empinado hasta cerca de 100 dólares el barril y el precio del cobre que ha bajado respecto del nivel observado en la última Reunión, pero las perspectivas siguen apuntando hacia niveles elevados. Asimismo, menciona que en este contexto la evolución futura de la economía global continúa presentando altos grados de incertidumbre. Por otro lado, en el frente interno los agregados monetarios y crediticios siguen mostrando tasas de crecimiento elevadas, sin mostrar mayores novedades. Agrega que se confirma el ajuste en los créditos de consumo, que continúan desacelerando su ritmo de expansión. Por su parte, los rendimientos de los títulos de largo plazo, tanto en pesos como en UF, mostraron una leve reducción desde la última Reunión.

Menciona asimismo el señor Marshall, que el dólar ha experimentado fluctuaciones a lo largo del mes y en lo más reciente se ha depreciado, y la demanda interna estaría creciendo menos de lo anticipado con anterioridad, principalmente por un menor dinamismo del consumo privado. Indica el señor Consejero que ello se podría explicar por las alzas de precio en los rubros de energía y alimentos, y también por la evolución de los estándares de crédito y el acceso al financiamiento. Comenta además que el mayor pesimismo reflejado en las expectativas de los consumidores resulta coherente con ese cuadro.

Por otro lado, señala el señor Consejero que contrasta con lo anterior el elevado crecimiento de las importaciones, incluidas las de consumo. Por ello, en su opinión la evolución futura del consumo presenta cierto grado de incertidumbre.

Hace presente también que, en materia de inversión, el dinamismo se mantiene y las correcciones respecto a las proyecciones previas serían de menor magnitud; los indicadores de actividad mostraron una desaceleración en el tercer trimestre, lo que se explica por el comportamiento de los sectores relacionados con recursos naturales, pero alcanzó también a otras actividades como la industria y el comercio.

Señala el señor Consejero que con estas proyecciones, es probable que el crecimiento del año esté algunas décimas por debajo de lo proyectado previamente y, por tanto, que las holguras de capacidad resulten mayores que las previstas con anterioridad.

Indica que el empleo continúa creciendo, en tanto la desocupación ha subido levemente, pero permanece siempre en niveles bajos. Por su parte, los salarios nominales aumentaron sus tasas de variación. Sin embargo, su reacción no parece dar completa cuenta de las condiciones de relativa estrechez observadas en el mercado laboral. Comenta el señor Consejero que el diagnóstico en esta materia varía según los indicadores utilizados y también de un sector económico a otro. En todo caso, la evolución de las remuneraciones nominales debe ser monitoreada con atención por sus implicancias para la inflación proyectada.

Señala que la principal fuente de preocupación en el frente interno sigue siendo la inflación cuya variación anual ha llegado al 6,5%, bastante por arriba del rango de tolerancia contemplado en nuestro marco de política. Esta preocupación, según se desprende de encuestas especializadas, es ampliamente compartida por empresarios y consumidores. Si bien la cifra en el último mes sorprendió a la baja, ello no cambia significativamente el panorama inflacionario. Próximamente, la inflación anual se situaría en tomo al 7% y permanecería en ese nivel por varios meses.



Menciona que las expectativas de inflación no presentan cambios significativos respecto de dónde se ubicaban en la Reunión anterior y las expectativas de mediano y largo plazo siguen bien ancladas a la meta.

Indica también el señor Consejero, que la curva de expectativas para la TPM se ha aplanado. Sin embargo, para esta Reunión el mercado espera que la tasa permanezca sin variaciones y las encuestas anticipan, además, que no habría cambios por un tiempo bastante prolongado. Los precios de los activos, en cambio, sugieren uno o dos ajustes, pero éstos se han postergado para el próximo año.

Por una parte, agrega que se puede sostener con estos antecedentes que las opciones plausibles son mantener la tasa en su actual nivel o subirla en 25 puntos base. Por la otra, se puede argumentar que un nuevo ajuste permitiría seguir normalizando la política monetaria, en un contexto en el cual la inflación permanece muy por sobre el rango de tolerancia y el precio del petróleo vuelve a subir. Ello contribuiría a evitar que las alzas ya materializadas se propaguen más allá de lo estrictamente necesario a otros precios y también a los salarios.

Señala el señor Consejero que se puede argumentar que el actual cuadro de riesgos hace recomendable una espera. En el frente externo, los riesgos de una desaceleración más pronunciada permanecen altos y han continuado aumentando. Los mercados financieros y crediticios siguen en proceso de ajuste y sus efectos de mediano plazo sobre la economía global son todavía bastante inciertos. Internamente, la actividad muestra un menor dinamismo del previsto y los riesgos de una desaceleración algo más pronunciada también han crecido.

Indica el Consejero señor Marshall que frente a esta disyuntiva, se inclina por esperar y obtener mayores antecedentes, considerando que se cuenta con la holgura necesaria para proceder de esta forma. Agrega que si bien la inflación alcanza niveles elevados, las expectativas siguen mostrando un adecuado grado de anclaje a la meta y por lo demás, el propio mercado espera que la tasa se mantenga en esta oportunidad.

Menciona el señor Consejero que, no obstante lo anterior, en su opinión se debe reiterar la gran preocupación que existe por la inflación y reafirmar la decisión de actuar para que ésta se ubique nuevamente en torno de la meta en el horizonte de política.

Por todo lo anterior, su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria en 5,75%.

El Consejero señor Manuel Marfán agradece como siempre el trabajo del *staff*. Señala que en el escenario externo lo más relevante desde la Reunión de Política Monetaria anterior es el deterioro de las expectativas de crecimiento mundial, especialmente en Estados Unidos de América. Menciona que ello ha llevado a una depreciación adicional del dólar frente a la mayoría de las monedas y a una caída de la curva de rendimiento en dólares. Agrega que se trata del dólar más depreciado internacionalmente desde al menos los últimos veinte años. Indica el señor Consejero que también ha sido significativa el alza no prevista en el precio internacional del petróleo, que ha bordeado los US\$ 100 por barril.

Menciona el señor Consejero que para las economías emergentes hay dos aspectos a destacar: primero, las economías que son financieramente más vulnerables han visto aumentar sus primas de riesgo soberano como consecuencia de un menor apetito por riesgo. Señala que Chile no ha sido afectado por este fenómeno, a juzgar por la valoración

4





de los FDS; y, en segundo lugar, el aumento de precios internacionales de los alimentos ha impactado con mayor fuerza relativa a la inflación de las economías donde éstos tienen una mayor ponderación en las canastas respectivas. Se trata en general de las economías menos desarrolladas y Chile es un caso más al respecto, además del impacto de un año climático anormal en el país.

En el escenario interno, menciona el Consejero Marfán que lo más llamativo a su juicio es la caída en torno al 2,5% del ingreso real disponible privado entre el segundo y tercer trimestre desestacionalizado. Indica que se trata de un *shock* inesperado, que de mantenerse afectará la evolución de la demanda interna. Agrega que es aún prematuro evaluar si la desaceleración de la actividad de septiembre es un fenómeno puntual ligado a los días trabajados, o si hay un cambio de tendencia.

Comenta el señor Consejero que el tipo de cambio ha mostrado vaivenes mayores a los habituales en el último mes, pero su nivel actual es similar en lo grueso al de hace un mes. Agrega que los salarios nominales en tanto se han acelerado dentro del rango que cabría esperar dada la elevada inflación de los últimos meses, es decir, no hay evidencia que los efectos de segunda vuelta sobre los salarios sean diferentes al rezago histórico respecto de la inflación. Menciona que, al igual que en la Reunión de Política Monetaria anterior, es preciso advertir que esos efectos de segunda vuelta serán superiores a los históricos, si la negociación en el sector público considerara la inflación pasada en vez de la futura. Señala que las expectativas de inflación en tanto, consideran que la mayor inflación actual es transitoria y que volverá en torno al 3% anual antes de dos años. En este respecto, sin embargo, comenta que existe un riesgo que también debe considerarse y es que la inflación anual se va a mantener elevada por algún tiempo mayor al que espera el sector privado y en niveles más altos. Dada la corrección de expectativas que suele hacer el sector privado con cada nueva información, no puede descartarse que exista algún riesgo de desanclaje más adelante. Indica que el próximo *IPoM* deberá tratar con cuidado esta posibilidad, ya que se trata de un evento que aún no ocurre, pero que habrá que monitorear con cautela.

Finalmente, el Consejero Marfán concluye que, con esos antecedentes, su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual. Agrega que hay argumentos para elevar dicha tasa hoy día, como manifiesta bien la Minuta de Opciones, pero a su juicio esto se compensa con la evidencia que apunta hacia una mayor brecha de productos.

Como es habitual, el Consejero señor Jorge Desormeaux agradece el trabajo que la Gerencia de División Estudios ha preparado para la decisión de hoy.

Señala el señor Consejero que esta decisión, al igual que la de un mes atrás, se enfrenta al dilema de una inflación anual elevada y persistente, pero que al mismo tiempo va acompañada de un debilitamiento de la actividad y del consumo. Menciona que la decisión hace un mes atrás fue mantener inalterada la Tasa de Política Monetaria en espera de mayor información, particularmente en tres planos: la evolución del escenario externo; la evidencia de propagación a otros precios del *shock* inflacionario; y, en tercer lugar, la evolución de las brechas de capacidad.

Expone el señor Consejero que los antecedentes de las últimas semanas apuntan a un panorama menos auspicioso de la economía internacional, el que se ha manifestado en la evolución del mercado accionario y las tasas de interés de largo plazo las que han evidenciado una corrección a la baja, así como en los premios por riesgo que se han

40



ajustado al alza para las empresas de mayor riesgo y en una depreciación adicional del dólar. Pese a ello, indica el señor Consejero que los precios de los bienes primarios siguen sorprendiendo con su fortaleza y el petróleo, en particular, ha vuelto a aumentar bordeando los US\$ 100 el barril. Menciona que si la evolución de la actividad internacional lleva a privilegiar la cautela, el alza del precio del petróleo aumenta los riesgos de la inflación interna.

En materia de holguras, señala el Consejero Desormeaux que la evidencia más reciente apunta inambiguamente en la dirección de holguras que se han ampliado. Evidencia de ello es la desaceleración de la actividad en el tercer trimestre, cuyo crecimiento bordeará el 3,8% y que se asocia al menor dinamismo de sectores ligados a recursos naturales, así como a la industria y el comercio. Indica que ello coincide con una desaceleración del consumo privado explicado, esencialmente, por un menor crecimiento del ingreso disponible privado, afectado a su vez, por el *shock* inflacionario. Menciona que contrasta con lo anterior el comportamiento de la inversión, que se mantiene dinámica. Agrega el señor Consejero que los antecedentes del mercado laboral también apuntan a un panorama en que las holguras de capacidad se han ampliado en el tercer trimestre. Una muestra de ello, agrega, es que las tasas de desempleo desestacionalizadas han aumentado por tercer mes consecutivo en el trimestre terminado en septiembre.

Comenta el señor Consejero que en materia de precios y costos, la evidencia más reciente, a partir del IPC de octubre, apunta a una suavización de presiones inflacionarias, particularmente si se usan medidas de inflación que excluyen los costos de la energía y de los alimentos. Menciona que, sin embargo, otras medidas de tendencia inflacionaria que excluyen los productos más volátiles, llevan a conclusiones opuestas.

Señala el señor Consejero que los costos laborales, pese a no entregar una evidencia unánime a través de diferentes indicadores, parecen estar aumentando a tasas que son coherentes con las cláusulas habituales de indexación.

Agrega asimismo, que como se ha señalado, las expectativas de inflación, especialmente a mediano plazo, siguen bien ancladas en torno a la meta, pese a que durante la primera semana de noviembre éstas se elevaron abruptamente por un breve período, hasta que se conoció la cifra de inflación de octubre.

En suma, indica el Consejero Desormeaux, se tiene un cuadro en que se han exacerbado las tendencias que tensionaban la política monetaria hace un mes atrás. Por una parte, se proyecta que la inflación en doce meses seguirá por varios trimestres en niveles elevados. Por otra parte, los indicadores de actividad muestran una debilidad mayor que la esperada, con holguras que se acrecientan; y, en tercer lugar, la economía internacional muestra un cuadro con mayores riesgos. Frente a este dilema, el señor Consejero se inclina, al igual que quienes le han precedido, por la opción de mantener inalterada la Tasa de Política Monetaria en la Reunión de hoy. Ello por cuatro razones: en primer lugar, porque hasta el momento no existe evidencia de efectos de segunda vuelta del *shock* inflacionario; en segundo lugar, porque las expectativas de inflación se mantienen ancladas pese al episodio reciente que se ha comentado; en tercer lugar, porque las presiones de costos provenientes del mercado laboral no muestran, hasta ahora, tasas de variación que vayan más allá de las cláusulas habituales; de indexación y para que esta situación persista en el tiempo, será muy importante la señal que entregue el Gobierno en el próximo reajuste de salarios del sector público; y, por último, el mercado espera la mantención de la Tasa de Política Monetaria en el día de hoy en forma virtualmente unánime, lo que sugiere que esta decisión no tensionará las expectativas de inflación. En suma, le parece prudente mantener la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual, en espera de mayor información, especialmente acerca de la evolución del escenario internacional, y en el plano interno, de la



evolución que tengan las holguras de capacidad por una parte, y la propagación del *shock* inflacionario a otros precios, por la otra.

El Vicepresidente señor José De Gregorio indica que las principales sorpresas para esta Reunión de Política Monetaria han sido una menor inflación a la esperada que alcanzó a 0,3% en el mes de octubre, y un IMACEC que en doce meses creció 2,8% en el mes de septiembre. Asimismo, el tipo de cambio no se ha apreciado.

Menciona el señor Vicepresidente que, corregidas por factores específicos, las novedades en materia de IPC e IMACEC apuntarían a menores presiones inflacionarias en el margen. A esto se suma el efecto negativo sobre la inflación y un tipo de cambio más apreciado, aunque como ya fue discutido esta mañana, su impacto e implicancias en política monetaria dependen de manera crucial en cuán persistente sea esta apreciación, y en qué magnitud es el resultado de un cambio de paridades internacionales versus cambios en el tipo de cambio real. Con todo, agrega el señor Vicepresidente que las noticias apoyarían a mantener la Tasa de Política Monetaria, aunque también existen riesgos sobre los cuales habrá que tener especial atención en los meses venideros.

Comenta el señor De Gregorio que la inflación, excluidos alimentos y energía, sigue en torno a 2%. Por su parte, si bien las noticias por el lado del petróleo son negativas, es posible que la inflación de alimentos y energía ceda, con lo cual se debería esperar que hacia el segundo semestre del próximo año, la inflación se acerque al centro del rango meta. Sin embargo, indica que hay que ser particularmente cuidadosos en prever qué ocurrirá si los precios de los alimentos caen, o al menos dejan de subir. Señala que en la actual coyuntura es muy probable que el consumo pueda estar desacelerándose, producto de la caída del ingreso real de los hogares como consecuencia del alto precio de los alimentos, de manera que si bien, mecánicamente y como efecto de primer orden, la caída del precio de los alimentos debería reducir la inflación, un aumento del ingreso y consumo podría generar presiones de precios de los otros bienes que hoy aparecen bien contenidos.

En todo caso, señala el señor Vicepresidente que los signos de menor actividad podrían ser más persistentes, en particular dado el deterioro esperado en la actividad de la economía mundial, en especial en los Estados Unidos de América. Por ello, es necesario despejar en las siguientes semanas, cuán persistente es este menor crecimiento respecto a lo esperado, con sus consecuentes efectos sobre la inflación.

Por otra parte, agrega, si bien la mayoría de las medidas de inflación subyacente se han reducido, aún no aparece un aumento en aquellas medidas que excluyen los precios más volátiles. Se podría argumentar que un alza de tasas puede ser razonable para prevenir potenciales presiones inflacionarias. Sin embargo, estima que hoy los mayores riesgos son a menor crecimiento de inflación, con lo cual se podría correr el riesgo de tener que revertir anticipadamente e indeseadamente el curso de la Política Monetaria. Asimismo y como se señalara en el comunicado del mes pasado, se debe tener especial atención a la evolución de los salarios que presentan dispersiones sectoriales elevadas de las expectativas de inflación, tanto en el horizonte de política, como en plazos más cortos, pues pueden tener impacto sobre la dinámica de la inflación y la trayectoria de Política Monetaria requerida para cumplir con la meta de 3% en el horizonte de política en torno a dos años.

Dado todo lo anterior, el señor Vicepresidente vota por mantener la Tasa de Política Monetaria en 5,75%.

hp



El Presidente, señor Vittorio Corbo, al igual como el resto de los señores Consejeros, agradece los antecedentes que proporcionó la Gerencia de División Estudios para poder tomar una decisión en esta materia.

Menciona el señor Corbo que en las últimas semanas la volatilidad y las correcciones en los mercados financieros internacionales se han vuelto a incrementar y el vuelo hacia la calidad se ha intensificado. Comenta que estos ajustes surgieron del reconocimiento de algunas instituciones financieras que las pérdidas asociadas a vehículos estructurados y a instrumentos de deuda colateralizados por hipotecas *subprime*, son mucho mayores que lo anteriormente anunciado, y que en los próximos trimestres éstas se debieran acentuar. Agrega además que a contracción del sector vivienda en Estados Unidos de América se ha profundizado; las tasas de interés de largo plazo han bajado; los premios por riesgo se han incrementado; el dólar ha continuado depreciándose con respecto a las principales monedas; el precio del petróleo alcanza nuevos *records* en dólares nominales; y, el precio del cobre ha tenido una baja importante en lo más reciente, aunque se mantiene por encima de lo proyectado en el último *IPoM*. Menciona el señor Corbo que aunque las cifras de crecimiento de la economía mundial del tercer trimestre fueron buenas, las condiciones financieras se han tornado más estrechas, las expectativas de consumidores y empresarios, como también los indicadores anticipados de actividad, se han deteriorado tanto en Estados Unidos de América como en la Zona Euro, y el precio del petróleo ha aumentado de manera considerable. Esto ha resultado en un aumento importante en el sesgo a la baja de las proyecciones de crecimiento mundial.

En paralelo, agrega el señor Presidente, en Estados Unidos de América la combinación de aumentos en precios de los alimentos y de los combustibles con la depreciación del dólar, aumenta los riesgos de un incremento en la inflación, mientras que en la Zona Euro los dos primeros factores más que compensan la apreciación del Euro, y resultan en un aumento de la inflación.

Indica el señor Corbo que en el frente interno el crecimiento del producto en septiembre se redujo más allá de los sectores de recursos naturales, alcanzando esta vez, además de la industria, al comercio. Una parte importante de esta desaceleración pareciera estar asociada a los feriados de fiestas patrias, pero también hay otros factores que pueden estar afectando el crecimiento, como los mayores precios de la energía y el aumento en el precio de los alimentos. Comenta que por el lado de la demanda interna se sigue configurando un cuadro de fortaleza de la inversión y de mayor debilidad en el consumo. La mayor debilidad del consumo estaría asociada a condiciones crediticias menos favorables, al aumento en la tasa de desempleo, y al efecto negativo en el ingreso real disponible de los mayores precios de los alimentos y de la energía.

En el lado de la inflación, menciona el señor Corbo que, a pesar de una inflación baja en el último mes y menor a la proyectada tanto por el mercado como por el Banco, persiste un cuadro de inflación anual muy por encima de lo proyectado en el último *IPoM*, el cual señalaba que persistiría por varios meses por el efecto de las alzas ya observadas en los precios de los alimentos y la nueva alza en el precio de los combustibles. Por otra parte, las expectativas de inflación se mantienen ancladas en torno al 3% anual. En este cuadro, las mayores holguras de capacidad que las proyectadas en el último *IPoM*, debieran contribuir a reducir la inflación proyectada. Sin embargo, el mayor riesgo sigue siendo el eventual traspaso de este *shock* inflacionario a salarios y a las expectativas inflacionarias de mediano y largo plazo en un escenario donde se tendría, por varios meses, una inflación anual bastante por encima del 3% anual. Agrega que es especialmente importante, que las negociaciones del sector público en curso se continúen realizando en base a la inflación futura, y no a una inflación pasada transitoriamente elevada.



Concuerda el señor Presidente con la Minuta de la Gerencia de División Estudios, en cuanto a que las opciones que se enfrentan hoy para poder cumplir con la meta son subir la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base o mantenerla. Los argumentos a favor de subirla son evitar que el alza reciente en los precios de los combustibles y los altos registros de inflación anual de los últimos meses, desaten efectos de segunda vuelta en salarios y en las expectativas inflacionarias, que terminen alejando la tendencia inflacionaria en forma persistente del 3% anual.

En contraste, menciona el señor Corbo que los argumentos para mantenerla son las fuerzas hacia una menor inflación proyectada como resultado del ajuste a la baja de los precios de los alimentos percibibles considerado en el escenario base; holguras de capacidad menos estrechas que pueden resultar más persistentes por los efectos en la actividad interna de los aumentos recientes en los precios de los combustibles; y, por una eventual desaceleración más pronunciada de la economía mundial.

Ponderando estas dos opciones, el Presidente señor Vittorio Corbo también estima que lo más apropiado es mantener la Tasa de Política Monetaria a la espera de acumular más antecedentes para poder calibrar las proyecciones de inflación en el horizonte de política. Estima eso sí, que el comunicado debería destacar la preocupación por los eventuales efectos del salto observado en la inflación en otros salarios y en las expectativas de inflación, por sus implicancias para la tendencia inflacionaria. Por todo lo antes expuesto, vota por mantener la Tasa en 5,75%.

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

115-01-071113 – Tasa de Política Monetaria.

En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile, por unanimidad de sus miembros, acordó mantener la Tasa de Interés de Política Monetaria en 5,75% 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 5,75% anual.

En las últimas semanas la percepción de los mercados financieros internacionales respecto de los problemas asociados a la crisis *subprime* se ha deteriorado, y el dólar de los EE.UU. ha continuado depreciándose frente a la mayoría de las monedas del mundo. Además, se prevé un menor dinamismo de las economías industrializadas. En otro plano, el precio del petróleo ha aumentado considerablemente, mientras que el del cobre y los de varios productos alimenticios siguen altos, todos por encima de lo proyectado. Lo anterior configura un panorama externo relevante para la economía chilena que, aunque se mantiene positivo, presenta mayores riesgos de un escenario internacional adverso.

En el ámbito interno, la información disponible apunta a que el crecimiento de la actividad en el tercer trimestre fue menor que el proyectado en el último *Informe de Política Monetaria*, situación que va más allá del desempeño de algunos sectores específicos y cuya persistencia



continúa siendo incierta. Por el lado de la demanda interna, los indicadores sugieren que se mantiene el dinamismo de la inversión mientras el del consumo se ha reducido. El empleo asalariado sigue creciendo y las condiciones financieras internas son algo menos favorables.

La inflación anual del IPC se ubica por encima de 6% y se prevé que se mantendrá elevada por varios meses, para luego descender hacia la meta. Los precios de algunos alimentos, tanto perecibles como no perecibles, comienzan a dar señales de reversión. La caída en los precios de otros productos relativamente volátiles también contribuyó a un bajo registro mensual del IPCXI (que excluye combustibles, perecibles y algunos servicios regulados). Las expectativas de inflación a mediano y largo plazo se mantienen ancladas en torno a 3% anual, lo que es coherente con un aumento transitorio de la inflación.

La trayectoria futura de la TPM dependerá de la nueva información que se acumule y de sus implicancias sobre la inflación proyectada. De particular importancia serán el desarrollo del escenario internacional, la eventual propagación de los recientes *shocks* inflacionarios a otros precios -especialmente la trayectoria de los salarios- las expectativas de inflación de mediano plazo y la evolución de la brecha de capacidad”.

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17:40 horas.

JOSÉ DE GREGORIO REBECO  
Vicepresidente

VITTORIO CORBO LIOI  
Presidente

MANUEL MARFÁN LEWIS  
Consejero

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ  
Consejero

ENRIQUE MARSHALL RIVERA  
Consejero

MARIA OLIVIA RECART HERRERA  
Ministro de Hacienda (S)

MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI  
Ministro de Fe

4p



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 116  
celebrada el 13 de diciembre de 2007

---

En Santiago de Chile, a 13 de diciembre de 2007, 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 Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldívar;  
Gerente de División Estudios (S), don Igal Magendzo Weinberger;  
Gerente de División Política Financiera, don Pablo García Silva;  
Gerente de División Operaciones Financieras, don Esteban Jadresic Marinovic;  
Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;  
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;  
Gerente de Mercados Financieros Nacionales, don Beltrán De Ramón Acevedo;  
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; y  
Secretario General, don Jorge Court Larenas.

El Presidente señor José De Gregorio da comienzo a la Sesión dando la bienvenida al nuevo Consejero señor Sebastián Claro Edwards quien asiste por primera vez a la Reunión de Política Monetaria. Agrega que también asiste en esta oportunidad como nuevo Vicepresidente del Consejo y del Banco Central de Chile, el señor Jorge Desormeaux Jiménez.

Asimismo, comenta que el señor Ministro de Hacienda se incorporará a la Sesión de la tarde, ya que se encuentra realizando actividades propias de su cargo. En todo caso, se encuentra presente en la sala, su Asesor el señor Luis Felipe Céspedes.

El Presidente señor José De Gregorio ofrece la palabra al Gerente de Análisis Internacional don Sergio Lehmann Beresi, para que inicie su exposición de la parte internacional.

El Gerente mencionado comenta que entre los aspectos destacados para esta Reunión, cabe destacar que se han acentuado las preocupaciones respecto a los efectos de la crisis *subprime* sobre el sistema financiero y sus consecuencias sobre el crecimiento de las economías. Indica que hay problemas de liquidez para el corto plazo que se han visto



acrecentados en las economías desarrolladas motivando en lo más reciente, especialmente en el día de ayer acciones coordinadas de parte de un conjunto de bancos centrales, incluyendo naturalmente a la Reserva Federal y al Banco Central Europeo. Indica que adicionalmente, ante la posibilidad que las carteras de créditos hipotecarios se siguieran deteriorando, el Departamento del Tesoro de Estados Unidos de América anunció la decisión de congelar las tasas de los créditos más comprometidos, buscando también acotar la disipación de la crisis *subprime*. Agrega que al reciente recorte de 25 puntos base en la tasa *Fed Funds* de Estados Unidos de América, se sumarían nuevas bajas durante los últimos meses.

Señala el señor Gerente que en Japón las expectativas dan cuenta de una postergación de alzas, mientras que en la Zona Euro se mantendrían estables durante los próximos trimestres.

Menciona el Gerente señor Lehmann que respecto a paridades se observa que el dólar, al menos durante las últimas semanas, detuvo la trayectoria de apreciación observada en los meses previos recuperándose ligeramente en términos multilaterales. En tanto, respecto al euro y yen se muestran relativamente estable.

Respecto a *commodities*, señala el señor Lehmann, que el precio del petróleo ha registrado alta volatilidad ubicándose actualmente cerca de US\$ 94 el barril, mientras que el precio del cobre se reduce durante el mes en torno a 4% por las expectativas de menor demanda. Por otro lado, indica que con respecto al precio del trigo, éste ha aumentado 22% en el mes, lo que ha ocurrido, fundamentalmente, debido a restricciones de ofertas de países productores de trigo, aunque los indicios de un aumento importante de las superficies plantadas, llevarían a retrocesos en su cotización durante los próximos trimestres.

Señala el Gerente de Análisis Internacional que respecto a los indicadores de actividad de Estados Unidos de América, predominan las notas negativas, particularmente la producción industrial que baja; indicador líder que también muestra retroceso; precios de viviendas que continúan cayendo; confianza de consumidores que se deteriora, y particularmente, el caso del ISM no manufacturero que también presenta notas más bien negativas y la morosidad de hipotecas que también aumenta. Señala algunos datos positivos en el margen: capacidad utilizada, esto es desde el punto de vista de la inflación; presión inflacionaria que tiende a caer, lo que está en línea con la desaceleración de la actividad; marginalmente inicio de viviendas algo mejor de lo esperado, pero la visión general es que la nota en términos de actividad para Estados Unidos de América da cuenta de una desaceleración. No obstante lo anterior, indica el señor Gerente que el registro para el tercer trimestre de crecimiento para Estados Unidos de América se revisó al alza, de 4,9% y destaca particularmente el aporte de las exportaciones netas, que de hecho es más alto que el del segundo trimestre y por cierto mayor que el del primero. Agrega que también se tiene un aporte en el consumo privado que sigue siendo positivo, pero que se revisó en el margen hacia abajo. Indica que la confianza de consumidores, en línea con esta visión de que tal vez el consumo debería ir desacelerándose en los próximos trimestres, tiende a caer de manera importante. Por otro lado, menciona que el dato de la *Universidad de Michigan* muestra que la confianza de consumidores cae fuertemente, el del *Conference* muestra una situación análoga equivalente. Por otra parte, el consumo, ha tendido a desacelerarse y debería acrecentar esta tendencia si es que la correlación que se ha dado, tal vez no tan claramente en algunos períodos, se mantiene hacia delante.

4





Respecto a presión inflacionaria, un dato que ha sido más bien positivo, pero que no es el predominante, es que las presiones inflacionarias por el lado de costos laborales han tendido a reducirse; el CLU ha tendido a caer, lo que en variación en doce meses está en torno a 3% y de hecho el dato mes a mes es más bien negativo. Lo anterior, ha estado muy asociado a un aumento importante en productividad, que de hecho ha sido revisada al alza particularmente para el último trimestre. Por otro lado estima que han aparecido presiones por el lado de otros precios. Indica que el dato IPC variación en doce meses está sobre 3%; y se observan un par de medias podadas que de hecho ya se mostraron el mes pasado, pero que dan cuenta justamente de una tendencia que se ha mantenido, es decir un aumento en el margen. Agrega que esta primera media podada toma la mediana de la distribución de los precios. Por otro lado, la segunda media podada, que es una distribución truncada, saca las colas 16% a cada lado y el *IPC Core* si bien se mantiene en niveles cercanos a 2%, también muestra en el margen un ligero aumento.

Comenta que desde el punto de vista de los deflatores del *IPC* se observa que también aumentan. Asimismo, el *IPC Core* si bien se mantiene relativamente estable, en torno a 1,8%, existe también una medida de tendencia inflacionaria y una desviación truncada análoga a la del *IPC* que muestra también en el margen algún aumento. Indica que de todos modos existen algunas preocupaciones por ese lado que se están reflejando en las medidas de tendencia.

El Gerente señor Lehmann menciona que respecto a la Zona Euro, se observan indicadores que han sido más bien mixtos. Agrega que se cuenta con buenas cifras desde el punto del PMI, tasa de desempleo que se ha mantenido baja para sus estándares históricos, balanza comercial también positiva, indicadores neutros respecto a consumo, inversión, gasto y PIB porque estaba más bien en línea con lo esperado. Por otra parte, desde el punto de vista del sentimiento económico algunas notas negativas, que claramente dan cuenta de una esperada desaceleración en la actividad en Europa o de industriales que también están mostrando signos negativos. Comenta también el señor Lehmann que la Encuesta *CEP* para Alemania, en particular en término de sentimiento económico de empresarios, está dando cuenta también de una visión más pesimista hacia los próximos trimestres. Ello, no obstante el crecimiento del tercer trimestre, que fue conocido también durante las últimas semanas, y que estuvo en línea con lo esperado. Destaca la contribución de la inversión y del consumo, pero como ya decía, lo que se debería esperar hacia adelante es más bien una desaceleración. Señala que lo anterior está en línea con los indicadores de PMI Manufacturero, equivalente al *ISM* en Estados Unidos de América, que han mostrado una tendencia a la desaceleración, no obstante un aumento en el margen para algunas economías, pero la tendencia es claramente hacia la baja. Comenta que el PMI servicios presenta una marcada tendencia hacia la desaceleración, pero particularmente la confianza de consumidores es la que registra la mayor caída tal como se ha observado también en el caso de Estados Unidos de América.

Indica el Gerente de Análisis Internacional que se observan fuertes caídas en las percepciones en términos de expectativas hacia delante de consumidores, lo que es transversal en todas las economías y en particular para la Zona Euro en su conjunto.

Por otro lado, el señor Gerente mencionado señala que respecto a la inflación, ésta se muestra contenida. Si se mira la inflación subyacente, algo por debajo de 2%, en línea con las metas explícitas del Banco Central Europeo, pero si uno observa los datos totales de inflación se aprecian aumentos relativamente importantes, de alrededor de 3% la inflación, total para la Zona Euro. Asimismo, el *EPP* también muestra aumentos importantes y el componente alimentos del *IPC*, también se acerca a 4%, lo que es común en casi todas las economías, pero



existen algunos elementos de cuidado, que particularmente en el caso de Europa se han estado reflejando en tasas de interés.

Señala el Gerente señor Lehmann que respecto a los indicadores de Japón, estos datos han sido también relativamente mixtos, pero particularmente en lo referente a expectativas hacia futuro, lo cual es coherente con una visión de una economía que va a tender a desacelerarse de manera análoga, tal como se espera en el caso de Europa y Estados Unidos de América.

También se pudo observar un dato con distintos componentes para el *PIB* del tercer trimestre que estuvo en línea con lo esperado. Destaca particularmente el aporte que siguen entregando las exportaciones netas y el consumo que se muestra también más colaborador respecto a los trimestres anteriores. La inversión, sin embargo, presenta caídas versus estabilidad al menos en el segundo trimestre y aportes muy significativos en la primera mitad del año.

Comenta el Gerente de Análisis Internacional que respecto a la inflación, ésta se mantiene en rangos muy cercanos al 0%, pero se observan aumentos en el margen, seguramente liderados por componentes de alimentos. Agrega que si se descuentan los componentes de alimentos y energía, siguen mostrando caídas en doce meses. Señala el señor Lehmann que los indicadores del crecimiento mundial para este año no presentan diferencias respecto a lo que teníamos hace un mes, salvo diferencias muy marginales en Estados Unidos de América, derivado del crecimiento efectivo que se ha registrado el tercer trimestre, pero sí se observan ajustes más importantes hacia 2008 y esto liderado por un ajuste en Estados Unidos de América. Agrega que lo anterior se refiere al escenario base, pero también existe un escenario alternativo, que da cuenta de la posibilidad de una recesión. Comenta que no se ha estado utilizando *Consensus Economic Forecast*, que está mostrándose bastante más optimista, y el que se está considerando constituye un juicio respecto a distintos bancos de inversión que están dando cuenta de sus proyecciones para Estados Unidos de América. Señala que *Consensus Economic Forecast* está un poco al margen, no obstante ha estado también ajustándose al margen hacia abajo, pero todavía está algo fuera de lo que los bancos de inversión que con más frecuencia han estado revisando en términos de crecimiento. Por su parte, el menor crecimiento de Estados Unidos de América también llevaría a un menor crecimiento en el caso de Europa y Japón. En la situación de China el ajuste es bastante marginal, en el sentido que el menor crecimiento de Estados Unidos de América afecta en menor forma a China. El resto de Asia sí cae también derivado del menor crecimiento para China, y en América Latina no se observan cambios.

El Gerente señor Lehmann señala que respecto a *commodities*, el cobre cayó. Agrega que estos datos no son equivalentes a las cifras que se mostraron en los destacados porque se están considerando los tres últimos días hábiles hasta el 11 de diciembre, y si se agregaran los datos recientes se observaría una caída más cercana a 4% – 5% en el caso del cobre. En el caso del petróleo, ayer experimentó un aumento importante en torno a 4% más menos, y si se compara la Reunión de Política Monetaria pasada versus la Reunión de Política Monetaria de hoy, el precio del petróleo está algo estable, al igual que el precio de la gasolina. En el caso del trigo, el aumento es algo por sobre el 20%; el maíz más menos 9%; celulosa, molibdeno y harina de pescado en torno a 2%. Lo anterior son variaciones respecto a la Reunión de Política Monetaria pasada, afinando un poco los precios más recientes. El precio del petróleo ha mostrado una tendencia al alza en un contexto de producción que no responde a la mayor demanda. También se muestra cuál ha sido la trayectoria del precio del petróleo BTI. Agrega que para entender algo de lo que está pasando con este mercado, se presentan las evoluciones de la producción, desglosando lo que constituye información OPEP de la que no lo es. Señala el señor Lehmann que de lo anterior se aprecia que la OPEP estuvo durante gran



parte del año acortando su producción, la que fue complementada en cierto grado por los países que no forman parte de la OPEP. En lo más reciente, sin embargo, se ha observado un aumento en la producción de los países OPEP, particularmente Arabia Saudita que presenta holguras. Menciona el señor Lehmann que en lo más reciente el tema central está asociado a mirar los inventarios y el mercado del *heating oil*, y como se aprecia éstos están relativamente bajos en relación a lo observado en años anteriores, y particularmente durante el año 2006, lo que está presionando el precio de ese *commodity*.

El Gerente de Análisis Internacional comenta que respecto a las trayectorias, si se observan los datos más recientes del precio petróleo, no hay una diferencia sustancial respecto a lo que se observaba hace un mes, y son básicamente las mismas, incluso marginalmente por arriba en el caso del precio del petróleo, que se obtiene de los futuros que constituye la metodología habitual. En el caso de la gasolina se observa también una trayectoria parecida, tal vez con alguna diferencia más específica en el margen, asociada a datos efectivos de precios que fueron algo mayores de lo que anticipaban los futuros.

Respecto al precio del cobre, indica el señor Gerente, que es similar a lo que se observaba hace un mes, pero algo por debajo como consecuencia de los datos más recientes que se han apreciado en términos de precios efectivos. Comenta que, resumiendo lo que son proyecciones de lo que hemos anticipado para los años 2007, 2008 y 2009 sobre la base de los mismos antecedentes, se presentan cambios más bien marginales en el precio del petróleo lo mismo que para la gasolina y en el caso del cobre, también son más bien marginales. Con respecto a la leche, ésta se ha mantenido relativamente estable, y más bien ha tendido a caer en los mercados internacionales, pero por ahora no hemos modificado nuestras proyecciones.

Respecto a mercados financieros, se incorporan movimientos más agresivos de la Tasa de Política Monetaria en Estados Unidos de América. Esto incorpora por cierto los datos referentes al mercado financiero, las turbulencias y pérdidas que están registrando los bancos de inversión más importantes, así como también expectativas de menor crecimiento hacia delante.

El Gerente señor Lehmann comenta que para la Reunión de la Reserva Federal del 30 de enero, el mercado está anticipando en su mayoría nuevos recortes, de 25 puntos base en un 40% a 50%; 50 puntos base a 20% o algo más de eso y marginalmente un recorte aún más agresivo en opinión de otros agentes.

Respecto a tasas de interés de largo plazo éstas han retrocedido en Estados Unidos de América. La tasa nominal muestra una caída. Sin embargo, aún hay bastante volatilidad, con algún movimiento hacia el alza derivada de una visión en principio muy positiva respecto a las medidas anunciadas por los bancos centrales, y posteriormente tendió a revertirse. Por su parte, señala el Gerente señor Lehmann que la compensación inflacionaria se ha mantenido relativamente estable, tendiendo incluso a la baja, y que hoy marginalmente subió derivado de que se publicó el dato de IPP para Estados Unidos de América que se mostró bastante alto, sobre el 7%.

En el caso de Europa, la historia es algo distinta, ya que de hecho la tasa ha tendido a aumentar casi 15 puntos base, mientras que en Estados Unidos de América tiende a caer más menos en la misma magnitud, y en Japón se observa relativamente estable. En Europa si bien hay preocupación desde el punto de vista del crecimiento, y una expectativa de desaceleración, ha predominado tal vez más que en Estados Unidos de América una preocupación por la inflación, que ha tendido a subir en algún grado, particularmente las tasas largas. Uno de los elementos que ha predominado los movimientos durante este mes ha sido la volatilidad. Los *swaps spreads*, por su parte, han tenido bastante variabilidad, con tendencia



al alza. Agrega que esta medida que da cuenta del premio que se paga al inversionista por pasar de tasa variable a tasa fija de largo plazo, posteriormente cayó y luego volvió a subir. Se ha observado bastante movimiento en este sentido, pero en general hay un *swaps spread*, un premio por liquidez que se ha mantenido por sobre los promedios históricos de 2006. Añade el señor Gerente que los problemas de liquidez se han reflejado particularmente y con gran fuerza en las tasas de corto plazo. Señala el señor Gerente que tal vez lo más destacado es el movimiento que han tenido las *Libor* que de hecho han mostrado aumentos, contrariamente a lo esperado, lo que podría explicarse exclusivamente por un tema contable de las empresas que toman posiciones en depósitos a 30 días para mostrar un balance positivo.

Continúa su exposición el Gerente señor Lehmann, señalando que en términos de paridades cambiarias el dólar se recupera levemente y que en términos multilaterales se observa cayendo el tipo de cambio multilateral dólar versus otras monedas. Sin embargo, se perciben algunos movimientos dispares. México relativamente estable y Australia con algún grado de depreciación del valor del dólar australiano. Señala también que se mantiene elevada la percepción de riesgo, lo que no es ninguna novedad porque se están observando los mercados financieros donde se ha presentado volatilidades en los indicadores bursátiles de América Latina y de otras economías emergentes.

Por su parte, las primas por riesgo de economías emergentes también registran ciertos vaivenes. En el caso de Chile, el *credit default swap spread* presenta un aumento con una lectura en torno a 50 puntos base o rozando los 50 puntos base. En el caso de Argentina, el *credit default swap spread* está en torno a 570 puntos base.

Respecto a flujo de capitales, comenta el señor Lehmann que en las últimas semanas se han observado salidas de capitales desde economías emergentes.

El Presidente señor José De Gregorio ofrece la palabra para comentarios de la parte internacional.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que en los gráficos entregados para esta Reunión, aparece otra forma de ver el *spread*, ya que éste no tiene mucha historia. Indica que no se sabe qué es lo normal, ya que quizás esos *spreads* se han repetido muchas veces. Señala que el gráfico que se presenta da la impresión que entrega una visión un poco más acertada porque tiene más historia. Lo que sí cree el Consejero señor Marfán es que a medida que se observan plazos más largos, los *spreads* se van reduciendo, lo que no es una predicción o proyección de que los *spreads* se vayan a reducir porque a plazos más largos hay menos liquidez. Si el problema es liquidez, eso es lo que se debería observar y a medida que se van incorporando nuevos períodos vuelve a subir si es que se mantiene. Sin embargo, concluye que claramente es una situación anormal.

El Consejero señor Enrique Marshall consulta si se ha observado en el pasado que por el cierre del año aumentan los *spreads* o si es algo que se da en esta coyuntura dado que los balances de fin de año son particularmente importantes y que existe mayor preocupación, y la incertidumbre de quedar con activos que puedan aparecer en enero, febrero o marzo como malos activos y que, por tanto, sea una situación que perdure y donde los bancos quedan algo desestabilizados. Indica que es extraño que sea un efecto recurrente y que siempre se produzca porque los mercados tienen que recuperarse, y el Banco Central estabilizar. Señala que se da ese argumento, pero cree que se profundiza poco sobre lo que hay detrás de esto.



El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann, en respuesta a la consulta del Consejero señor Enrique Marshall, señala que entiende que es habitual que se produzca un aumento de la tasa que está venciendo justo a fin de año. Agrega que de hecho, hace un mes lo que saltó más fue el *spread* de la *Libor* a dos meses, y que si uno va a un mes atrás la que más saltó es la a tres meses. Ahora, en esta particular coyuntura, estos aumentos han sido mucho más marcados que en otras coyunturas, pero se podría dar una mirada algo más histórica para chequear efectivamente ese fenómeno. Finalmente, el señor Lehmann agrega que siempre hay algún margen de movimiento mayor, pero que particularmente en este minuto ha estado especialmente acentuado.

Respecto del comentario del Consejero señor Manuel Marfán, el señor Lehmann señala que tal vez una mirada alternativa es observar justamente estos premios a través del gráfico a que hacía referencia el Consejero Marfán. En el aspecto histórico el *spread* ha estado, en términos de diferencia respecto a la Tasa de Política Monetaria y tasa *Libor*, en torno a 20 – 25 puntos base, lo que depende siempre de la fase de la economía. El mercado, en particular en referencia al gráfico al que aludía el Consejero Marfán, da cuenta de una expectativa en que dicho *spread* se va cerrando gradualmente, y que de hecho se esperaba que eso ocurriera precisamente este mes en algún grado, lo que no se ha dado. Señala el señor Lehmann que el mercado anticipaba una reducción gradual y lo que hemos observado es que se han ampliado y eso se observa con más claridad en ese gráfico.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Esteban Jadresic señala que efectivamente esta situación ha ocurrido otras veces, pero no en la magnitud que se observa hoy. Hace presente el aumento de las demandas de liquidez y el no deseo de los bancos de otorgar préstamos a fin de año. Comenta que los Operadores de la Mesa Internacional le han señalado que el año pasado a esta fecha los bancos voluntariamente ofrecían al Banco Central de Chile, que en lugar de hacer depósitos *overnight*, tomara depósitos hasta el 2 de enero, pagando 35 puntos base por encima de las tasas *overnight*. Indica que la semana pasada, estaban ofreciendo 100 puntos base sobre la tasa *overnight* y que con las medidas recientes que tomó la Reserva Federal con otros bancos centrales ahora está en 70 puntos base sobre dicha tasa. Señala que claramente hay un aspecto estacional en este fenómeno y la Reserva Federal en ocasiones anteriores a fin de año ha tomado medidas especiales para enfrentar este problema. Agrega el señor Lehmann que cuando la Reserva Federal tomó medidas más extremas fue para el año 2000, ya que había grandes temores respecto a qué iba a suceder cuando los computadores tuvieran que resetearse, pero lo normal es que dichas medidas no sean de las magnitudes que se han observado actualmente.

El Gerente de División Política Financiera señor Pablo García comenta que lo interesante es usar este tipo de historias para ver los movimientos financieros en mercados que son gigantescos lo que es síntoma justamente de la iliquidez que está ocurriendo. Antes era parte de la anécdota, pero que se use ahora y que se plantee como un antecedente que explica las tasas tan altas, es justamente un síntoma en sí mismo de la iliquidez que se está viendo.

El Gerente señor Lehmann comenta que precisamente las razones que probablemente motivaron a los bancos centrales en el día de ayer a actuar relativamente coordinados, han sido justamente que se ha acrecentado el problema de iliquidez y tal como señalaba el Gerente de División señor Jadresic, después de ello las tasas *Libor* cayeron respecto a dos días en torno a 12 – 15 puntos base. Indica que en Europa se ha observado un fenómeno parecido. También un fenómeno interesante que vale la pena destacar, es que el efecto *flight to quality*, que se ha observado a propósito de las incertidumbres y la toma de



posiciones en activos más seguros, se concentra en Bonos del Tesoro, tanto del Tesoro de Estados Unidos de América como su equivalente a Bonos del Tesoro alemán.

El Consejero señor Manuel Marfán comenta que se pueden tener diferencias o variaciones en los *spreads* por problemas de solvencia o por problemas de liquidez. En el caso del *spread* soberano de Chile, para poder filtrar esas situaciones se usa el *spread* del bono soberano. Consulta si en estos otros mercados existen los *credit default swaps* para saber si el problema es de liquidez o, más grave aún, si es una percepción de que la solvencia de los emisores está deteriorada. El Gerente señor Lehmann indica que se observará dicha situación.

Señala el Consejero señor Enrique Marshall que aparentemente los bancos no tienen mayor problema en seguir a la Reserva Federal cuando prestan al interior de los Estados Unidos de América, bajo el amparo de la Reserva Federal. Mientras se esté amparado por el Gobierno, en el caso de los bonos o por el Banco Central de los Estados Unidos de América, las tasas no son distintas a lo que eran antes. El problema se presenta cuando nos cambiamos a los euromercados, a los mercados que no son parte del sistema de la Reserva Federal. Entonces, en ese escenario hay un mayor riesgo y por tanto, esa es la comparación que se hace con la tasa *Libor*, es decir la tasa *Libor* es una tasa interbancaria fuera del sistema de la Reserva Federal.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Jadresic estima que el tema tiene que ver con los plazos de las tasas interbancarias a un día, y que en cambio la tasa *Libor* que se muestra es a tres meses y la otra a un mes, por lo que hay una diferencia de plazos importante.

Menciona el Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann que otro tema que también ha estado presente en las últimas semanas, está asociado a las pérdidas de los bancos producto de la crisis en el mercado hipotecario *subprime*. Indica que se tienen algunas estimaciones de cifras que han reconocido pérdidas de alrededor de US\$ 70 millones, pero las estimaciones sobre pérdidas totales del sistema financiero fluctúan entre US\$ 200 y US\$ 600 billones. Como consecuencia de las pérdidas de los bancos, los precios accionarios han caído de manera importante, lo que se refleja en el indicador *EMBI 500*.

El Gerente de División Política Financiera señor Pablo García quiere hacer un comentario respecto a la medición del *spread* soberano y señala que pareciera que el CDS es un mejor indicador del riesgo soberano que el bono soberano, debido a que este último estaría afectado por problemas de liquidez. Agrega que, en todo caso, existe un par de temas que se deben abordar con cautela. En primer lugar, se trata de un fenómeno que no está restringido a Chile, sino que se ha generalizado en todas las economías emergentes, incluso en aquellas que tienen *stocks* significativos de bonos soberanos. En segundo término, menciona que ciertas opiniones de bancos de inversión han indicado que debido a su característica de ser más líquido, el CDS está utilizándose como mecanismo de cobertura para exposiciones a otros activos más riesgosos como acciones o incluso bonos bancarios, y por lo tanto, es un mercado que se ha transformado más líquido de lo que era habitualmente y debido a ello puede ser que las primas por liquidez se hayan reducido.

4



El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux señala que no le queda muy clara la razón por la que si el CDS es más líquido, podría indicar que tiene riesgo.

El señor García menciona que es debido a que es un instrumento más transado y de mayor demanda por inversionistas en todo el mundo, lo que hace que finalmente el retorno que se le exige sea más bajo que el que ocurriría en una situación normal.

El Consejero señor Enrique Marshall estima que el CDS todavía es un producto respecto al cual los mercados no tienen una completa sensación de cuáles son sus riesgos y de cómo operaría en caso de una crisis generalizada. Según entiende, son contratos que se generan en el caso que se cumpla alguna de las condiciones que han sido estipuladas, pero la cantidad de eventos que se pueden producir puede variar. Por lo tanto, estima que deben ser tomados con precaución.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Esteban Jadresic señala que definir cómo se distribuyen premios por liquidez y riesgo no resulta tan fácil. En su opinión, no hay que dejar de considerar el costo de financiamiento. Indica que hoy día el costo financiero para Chile es más bajo de lo que era a mediados de año. Señala que la tasa a diez años en Estados Unidos de América ha bajado en 100 puntos base y el premio soberano ha subido 70 puntos base. En esta situación no existe un costo financiero deteriorado respecto a lo que se tenía.

El Gerente señor Lehmann señala que concuerda con el comentario del señor Jadresic y agrega que las recientes emisiones de bonos en los mercados emergentes han caído de manera sustancial, lo que significaría que no sólo el precio es un buen indicador de lo que está pasando en el flujo de capitales.

El Gerente de Estudios Subrogante señor Igal Magendzo señala que quiere poner una nota de cautela respecto a la lectura de expectativas que muestran una caída sustancial. Agrega, que si se miran episodios anteriores se observan caídas similares que posteriormente han tenido evoluciones bastante rápidas. Comenta que también han habido caídas que se han mantenido abajo y señala que pueden deberse a que los consumidores han sobrereaccionado negativamente. Sin embargo, señala que no haría una sobre lectura de que ello necesariamente implique una caída del consumo y una caída permanente de las expectativas de los consumidores. Agrega que otro comentario respecto a las medidas de inflación, se refiere a que las medidas de inflación subyacente que se están observando subestiman la preocupación que debiese tenerse por la inflación en los mercados internacionales, ya que en general tienden a recortar aquellos precios que son justamente los que más están subiendo y eso se observa especialmente en Estados Unidos de América.

El Consejero señor Sebastián Claro comenta respecto a las proyecciones de crecimiento internacional, que Estados Unidos de América muestra un ajuste en el período de 2007 al 2008 de alrededor de 2,4% a 1,9%, y que China, aparece con un ajuste de 11% a 10%. En consideración a lo anterior, el señor Claro consulta si existe algún estudio u opinión respecto de ese menor punto de crecimiento en China, ya que podría ser más relevante para efectos de



la demanda mundial por productos chilenos, que las décimas de diferencia en el ajuste que se observa en Estados Unidos de América.

El señor Lehmann señala que este punto le parece interesante porque los modelos de precios de *commodities* de cobre muestran que China afecta más en términos de su dinámica de crecimiento que la de otras economías, lo que sin duda sería relevante.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux menciona que en relación a un mes atrás, se tiene un panorama menos favorable porque claramente existe una visión de la economía mundial menos positiva y que a pesar de las medidas que se han tomado como la congelación de alzas de tasa de hipotecas, las medidas de coordinación de bancos centrales, las reducciones de tasa de política monetaria, hoy día se tiene más incertidumbre sobre el futuro y una economía mundial que probablemente será menos dinámica de lo esperado, porque la situación internacional no ha mejorado y no se sabe que ocurrirá en el futuro.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann señala que en la próxima reunión del IPOM se presentarán antecedentes en ese sentido, ya que hoy día la incertidumbre es significativamente mayor, no solamente en términos de crecimiento sino que además en precios de *commodities*, e incluso en las condiciones financieras.

El Presidente señor José De Gregorio comenta que desea efectuar un comentario final, indicando que su gran duda junto al escenario internacional es respecto a lo que está sucediendo con las paridades. Agrega que el ajuste de tipos de cambio en el mundo lo está realizando Estados Unidos de América con Europa y que, por su parte, Japón se está beneficiando de esta situación. Menciona que no deja de sorprender, desde el punto de vista de la política económica, cómo lo han logrado, porque se piensa que las intervenciones que efectúan los países que conforman los G7, salvo que éstas sean coordinadas, ya que resultan generalmente poco efectivas. Sin embargo, si se observa la evolución del tipo de cambio en Asia desde hace un par de años, el citado grupo de países señala que no están interviniendo.

A continuación, el Presidente señor José De Gregorio ofrece la palabra al Gerente de de División Estudios Subrogante, señor Igal Magendzo Weinberger, para que presente la exposición sobre la parte nacional.

El Gerente señor Magendzo señala que en el mercado financiero nacional, la publicación de los datos de IPC y actividad de comienzos del mes de diciembre provocaron leves cambios sobre las expectativas de mercado, respecto de la evolución de la Tasa de Política Monetaria —curva *forward* y tasas *swap*—. Agrega que dichas expectativas indican que no se producirían movimientos mayores en la Tasa de Política Monetaria, anticipándose un aumento de 25 puntos base en el primer trimestre del 2008.

Menciona el señor Magendzo que la mediana de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE), por su parte, da cuenta que no se esperan cambios en la Tasa de Política Monetaria por los próximos dos años. A su vez, las expectativas de inflación tuvieron un aumento tras la publicación del IPC de noviembre, que resultó mayor que lo esperado por el mercado. Agrega que de acuerdo con la encuesta a Operadores de Mesas de Dinero, la inflación esperada a un año subió a 3,7%, esto es 3,55% al momento de la reunión de





noviembre y 3,45% la semana previa a la publicación del IPC, mientras que a dos años llegó a 3,4%, 3,35% tanto al momento de la reunión pasada como la semana previa a la publicación del IPC. De igual forma, comenta que la Encuesta de Expectativas de diciembre de este año proyecta que la inflación esperada a diciembre del año 2008 aumentó a 3,6%, 3,5% el mes previo, aunque a dos años se mantuvo en 3%. Asimismo, hace presente que aumentó la compensación inflacionaria 3 en 2, calculada a partir de las tasas *swap*, mientras que la 1 en 1 disminuyó levemente respecto de la reunión anterior, ubicándose en 3,25%. Destaca el señor Gerente, que una parte del aumento en las expectativas de inflación es explicada por la volatilidad habitual de estas medidas ante sorpresas de inflación. Señala que mecánicamente la inflación del mes pasado afecta las tasas en UF, por lo que una sorpresa puede tener efectos en el cálculo de la compensación inflacionaria. Además, las tasas de interés nominales tanto de los documentos del Banco Central de Chile como las que se aplican en las operaciones de mercado, no han mostrado cambios significativos respecto de los niveles vigentes hace un mes. Asimismo, señala que otras medidas de expectativas de inflación, como las encuestas a consumidores y empresarios muestran que aunque se mantiene la preocupación por la inflación, ésta ha descendido respecto de unos meses atrás, en el caso de los consumidores y por su parte, la inflación proyectada a doce meses ha caído, en el caso de los empresarios.

Indica el señor Gerente, que los agregados monetarios y crediticios no han mostrado mayores novedades en el último mes, continuando con un sostenido crecimiento de las colocaciones para la vivienda y uno menor de las destinadas a consumo. Por su lado, han resaltado los vaivenes del tipo de cambio nominal en las últimas semanas que tras, ubicarse en torno a \$ 505 al momento de la Reunión de Política Monetaria de noviembre, aumentó algo por sobre \$ 515 y luego volvió a ubicarse por debajo de \$ 500, al cierre del Informe que se presenta. Comenta que ello se ha dado en un contexto de cambios en las expectativas de tasas de interés en Chile y Estados Unidos de América, un aumento del premio soberano chileno y fluctuaciones en el precio del cobre y del petróleo. Menciona que, considerando los días previos al cierre de esta presentación y los correspondientes a la Reunión de noviembre, el peso se apreció 1,7% respecto del dólar, variación que llegó a 1,9% para el tipo de cambio multilateral (TCM) total y a 1,6% para la medida que excluye el dólar (TCM-X). Agrega que el tipo de cambio real (TCR), por su lado, se estima que promedió un valor de 92,9 en noviembre 0,9% más respecto de octubre y, considerando el valor spot del tipo de cambio nominal, se ubicaría en torno a 91 en diciembre. Este último valor está dentro del rango de los niveles que se estiman coherentes con sus fundamentos de largo plazo.

Hace presente el señor Gerente que la publicación del cierre preliminar de las cuentas nacionales del tercer trimestre dio cuenta de un crecimiento del PIB de 4,1%, confirmando que la actividad perdió dinamismo respecto de la primera mitad del año. Por su parte, la demanda interna, creció 7,8% anual, cifra algo mayor que la del primer semestre, pero equivalente a la del segundo cuarto del año. Asimismo, el consumo privado, aunque aumentó menos que en la primera mitad del año, mostró un dinamismo superior al antes estimado, habida cuenta de la caída en el ingreso nacional disponible asociada a la alta inflación de los últimos meses. En todo caso, se espera que en los trimestres venideros el consumo muestre una desaceleración algo más marcada, dado que al deterioro del ingreso se suma el menor crecimiento que han mostrado las colocaciones de consumo y el menor dinamismo del mercado laboral. La inversión, por su lado, siguió con tasas de variación anual importantes de 9,5% en el período. Menciona que el menor crecimiento del PIB con una demanda interna que continúa creciendo a tasas elevadas, se explica por el menor incremento de las exportaciones de bienes y servicios de 4,1%, 10,4% en el primer semestre, en parte afectado por los desfases en el registro que se entregó durante el mes de septiembre, cuyos datos de octubre confirman esta situación, con un promedio bimensual que es comparable al de un mes tipo.

4



Indica el señor Magendzo, que por el lado del origen del PIB, durante el tercer trimestre destacó el menor crecimiento de la actividad del comercio y otros servicios, coincidente con la evolución del consumo. La industria tuvo un bajo crecimiento, afectada por problemas en líneas puntuales. En particular, la industria de la madera estaría siendo afectada por las menores exportaciones de elaborados hacia el mercado inmobiliario de Estados Unidos de América por la crisis del sector, y, la industria del metanol por la menor disponibilidad de gas natural, no obstante la producción de celulosa continúa creciendo a tasas elevadas. Señala que la agricultura, en tanto, mostró una variación anual negativa, posiblemente por el efecto de las heladas en la cosecha. Por su parte, la actividad de electricidad, gas y agua (EGA) volvió a aportar negativamente al PIB, a una tasa más negativa que la del primer semestre del 2007. Además, se debe considerar que este trimestre tuvo tres días hábiles menos que en igual período del 2006 y, considerando que todavía existen bastantes dudas sobre el efecto que el feriado de Fiestas Patrias tuvo en la actividad de septiembre, en especial por la fuerte caída de las horas trabajadas en el mes. Con todo, si en la medición de los sectores distintos de recursos naturales no se considera la actividad de las líneas industriales mencionadas más combustibles y celulosa, el crecimiento de la actividad de los sectores distintos de recursos naturales, fue solo levemente inferior al de la primera mitad del año.

Indica el señor Gerente que en el mes de octubre el Imacec registró una variación anual de 4,4%, 3,3% considerando el efecto calendario de un día hábil más que el año anterior. Esta cifra, por debajo de lo esperado, sigue dando cuenta de un menor dinamismo de la actividad, con lo que se prevé que el incremento anual del PIB para el año estará por debajo del rango de 5,75%-6,25% que se proyectó en el escenario base del mes de septiembre. Por su lado, los indicadores de consumo privado mostraron un repunte importante en sus tasas de crecimiento tras el desempeño más débil del tercer trimestre, en especial en septiembre, evolución que apunta a que este último dato estuvo afectado de modo importante por una menor cantidad de días hábiles del mes, cuyo efecto no está totalmente capturado por las estimaciones habituales. Agrega que los indicadores de la construcción mostraron un desempeño favorable en octubre y las importaciones de bienes de capital continuaron creciendo a tasas elevadas en noviembre, confirmando ambos datos el positivo panorama que la inversión ha mostrado en el curso del año. Por sectores, menciona que en octubre continuó la contribución negativa de aquéllos ligados a recursos naturales, a lo que se sumó una menor actividad del resto de los sectores, especialmente acentuado por la continuación de la caída en la producción de algunas líneas de la industria, tales como combustibles, maderas y metanol, en particular.

Por otro lado, el señor Magendzo señala que las cifras del mercado laboral de octubre, siguen dando señales de mayores holguras en este mercado. Comenta que desde septiembre se registra un importante crecimiento de la fuerza de trabajo, 2,3% anual, equivalente a 150.000 personas en promedio en los últimos dos meses. Indica que con ello, la tasa de desempleo desestacionalizada aumentó por cuarto mes consecutivo, pasando desde 7,1% en septiembre a 7,4% en octubre, acumulando un incremento de 1,1 puntos porcentuales desde junio, anotando el mayor registro desde agosto de 2006. Por el lado de la ocupación, en octubre se observó un menor dinamismo de la creación de empleos, que cayó desde tasas anuales del orden de 3% anual entre marzo y septiembre a cifras por debajo de 2% en octubre, con una velocidad de expansión que alcanza valores negativos. Agrega que si bien el cambio en la composición del empleo se ha mantenido, el empleo asalariado también presenta una tasa de variación inferior a la de los meses previos de 4% anual, en tanto, el empleo por cuenta propia sigue acentuando su caída, alcanzando una variación de menos 2,4% anual. Señala que los datos de octubre de la Asociación Chilena de Seguridad (AChS) también muestran un menor crecimiento del empleo asalariado respecto de los meses previos del orden de 5,9% anual versus 7,8% anual en promedio el tercer trimestre.

h



Hace presente el señor Gerente que en el mes de octubre los salarios nominales registraron un incremento en su tasa de variación anual, mientras sus velocidades de expansión se estabilizaron o disminuyeron en el margen, dependiendo de la medida considerada. El costo de la mano de obra (CMO) creció 6,2% anual y las remuneraciones por hora del Índice de Remuneración Mensual (IREM) aumentaron 8,3% anual. No obstante, en términos reales tanto el CMO como el IREM redujeron su tasa de variación anual, alcanzando menos 0,2% y 1,8%, respectivamente. Lo anterior, indica que es posible que en los meses venideros los salarios nominales muestren tasas de crecimiento superiores a las actuales. Por el contrario, los salarios nominales de la AChS redujeron su tasa de crecimiento anual desde 7,3% en septiembre a 7,1% en octubre. Asimismo, medidos en términos reales, también disminuyó su incremento anual 1,4% en septiembre a 0,6% en octubre. Por su lado, menciona que en octubre los costos laborales unitarios (CLU) volvieron a mostrar tasas de crecimiento similares a las de agosto, llegando a 3,4% anual en su medición total y a 3,2% anual en el caso del CLUX, con velocidades que se moderaron en el margen. Cabe mencionar que el reajuste acordado entre el Gobierno y los funcionarios públicos de un 6,9%, es acorde con el incremento considerado en el escenario base de proyección de septiembre y, en el contexto actual de inflación e incremento de salarios en el sector privado, lo que no representa una presión adicional significativa sobre los costos.

Manifiesta el señor Magendzo que en el mes de noviembre la inflación volvió a mostrar un registro elevado. Por otro lado, el aumento mensual del IPC fue de 0,8%, 7,4% anual, mientras el IPCX e IPCX1 aumentaron 0,5%, 5,6% anual y 0,4%, 5,9% anual, respectivamente. Indica que en términos de velocidades, la del IPCX1 disminuyó tanto en su medición mensual como trimestral. Agrega que llama la atención la ampliación de la brecha entre la inflación anual del IPC total y sus medidas subyacentes. Señala que luego que en el segundo y tercer trimestre las distintas medidas de inflación aumentaron a la par en gran parte producto de los *shocks* en los precios de los alimentos no perecibles, en los últimos meses el incremento de la inflación ha estado dominado mayoritariamente por el aumento en el precio de la energía —combustibles y tarifas eléctricas— y de los alimentos perecibles y una parte importante de estos precios, en especial los perecibles, tienen por característica una baja persistencia, lo que podría implicar que su reversión se dé a una mayor velocidad y no tengan efectos de segunda vuelta significativos. En todo caso, dado el alto nivel alcanzado por la inflación, no puede descartarse que en esta ocasión, los efectos sean distintos de los ocurridos en el pasado. Con todo, en su opinión, el panorama de corto plazo contempla que la inflación mensual del IPCX1 será mayor que la del IPC total durante varios meses.

En consecuencia, la variación anual de la inflación del IPCX1 volverá a aumentar, aunque manteniéndose por debajo de aquellas del IPC.

Menciona el señor Gerente, que las medidas de tendencia inflacionaria se elevaron. Por su parte, la media podada por artículos (MPA) aumentó a algo más de 5% anual y el TMVC alcanzó 3,7% anual. Agrega que también aumentaron las tasas de variación anual del IPC, excluidos diversos componentes. Por su parte, el IPCX1 sin alimentos se ubicó en 3,0% y el IPC sin alimentos y energía llegó a 2,6%. Por otro lado, aumentó la inflación anual de servicios y se mantuvo la de bienes, en ambos casos, considerando las medidas subyacentes.

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



En cuanto al comentario efectuado por el Gerente de División Estudios Subrogante señor Igal Magendzo en cuanto a la hipótesis sobre el alza que han presentado las tasas de interés de los créditos hipotecarios para la vivienda, en circunstancia que las tasas de los créditos de consumo habrían bajado, el Consejero señor Enrique Marshall indica que sería interesante para cotejar esa hipótesis, mirar las estadísticas que publica la Superintendencia de Bancos sobre el número de operaciones hipotecarias. Señala que le parece interesante esta tesis, pero habría que despejar la incógnita mirando esas estadísticas, porque ciertamente llama la atención que en un contexto donde las operaciones hipotecarias están bajo cuestión en todo el mundo, aquí siguen creciendo.

El Gerente de División Estudios Subrogante señor Igal Magendzo señala que es posible que sea un efecto del alza de la Unidad de Fomento más que un efecto de endeudamiento adicional o de nuevas operaciones y que efectivamente, uno de los datos que se quiso analizar era precisamente el número de operaciones hipotecarias.

El Consejero señor Manuel Marfán consulta las razones por las cuales los datos del cambio del consumo aparecen tan elevados.

El Gerente de División Estudios Subrogante señor Igal Magendzo señala que quiere explicar el cambio que se presenta en los indicadores del consumo. Señala el señor Magendzo que los indicadores que se utilizan, que había funcionado bastante bien, se sesgaron a la baja. Agrega que este fenómeno fue producto de un error en el seguimiento del consumo de energía eléctrica, que se monitoreaba mirando el valor agregado del sector y obviamente eso está cayendo, mientras que el consumo residencial que es relevante, está aumentando significativamente, o sea, si en general se tiene una discrepancia, ella tuvo que ver con que se estaba cometiendo un error al utilizar la información del valor agregado en vez del valor bruto del consumo residencial. Además, señala el señor Magendzo que otro elemento que influyó tiene que ver con los automóviles, en que se estaba siguiendo un indicador que estaba creciendo menos que aquél que claramente se utilizó o se utiliza habitualmente para construir las cuentas nacionales. En consecuencia, menciona que estos dos elementos explican en gran parte el error cometido en el cambio en las cifras de consumo.

El Presidente señor José De Gregorio comenta que en los últimos dos meses se estaba hablando de un consumo dinámico, pero algo menor de lo proyectado. Sin embargo, parece ser al revés, esto es, que el consumo está un poco más por encima de lo proyectado.

El señor Magendzo señala que no tiene certeza que el consumo esté por encima de lo proyectado en el *IPoM*, pero sí que el consumo se está desacelerando y que está menos dinámico que en el primer semestre. Agrega que en el tercer trimestre el consumo creció 6,5% mientras que en el primer semestre lo hizo a 7,7%, lo que constituye en términos de incidencia medio punto menos de PIB, pero indicó que se trata de una desaceleración mucho menos dramática de lo proyectado e incluso, se podría afirmar que el consumo se mantiene dinámico, creciendo por sobre el potencial de la economía.



Por otra parte, el señor Magendzo comenta que respecto del comercio se tiene cierta anomalía que se está tratando de aclarar para entender la razón por la cual la relación comercio – consumo, que fue bastante estable durante varios años, está empezando a caer. Agrega que esta situación podría entenderse si legítimamente hubiera una comprensión de márgenes, pero estima que no existirían antecedentes de que el comercio esté enfrentando una competencia que dé origen a una compresión de márgenes. Por otro lado, le parece que una explicación podría deberse a temas más bien estadísticos, pero aún no cuenta con un argumento para dar respuesta a ese fenómeno.

Consulta el Consejero señor Manuel Marfán cuál es el problema que se presenta con los datos de importaciones que sorprendieron a la baja.

El Gerente señor Magendzo señala que no tiene suficientemente clara la razón por la cual el indicador de importaciones entregó datos de bienes y servicios menores a los que el Banco estaba observando. Expresa que el seguimiento que se hace a las importaciones es a partir de la información que reporta Balanza de Pagos. Comenta también que existen dos elementos que no se han podido capturar suficientemente, que tienen que ver con la composición de las importaciones y con las importaciones de servicio, para lo cual no se tiene un buen indicador.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que aun cuando no es bueno que se hayan producido algunas diferencias de carácter estadístico, resulta alentador que el grueso de éstas se explique por un error, el que debe corregirse porque produjo una proyección algo equívoca, pero que a futuro si no se repite este inconveniente, se tendrá una visión más ajustada sobre estos datos.

El Gerente de División Política Financiera, señor Pablo García señala que desea efectuar un comentario más general, que consiste en que sería importante pensar cuáles son las implicancias de estos cambios en proyecciones para la decisión de política monetaria que se adopta, porque si desde el punto de vista más *top down*, lo relevante es saber cuáles son las implicancias para las holguras de capacidad que se evaluaron en la última Reunión de Política Monetaria, o hace dos meses, en relación a lo que finalmente resulta del trabajo realizado por Cuentas Nacionales. Le parece que la variable que más se aproxima a esa medición, que tiene implicancias inflacionarias hacia los próximos trimestres, es el crecimiento de valor agregado medido a costo y factores del sector “resto” distinto a costos naturales, en donde se aprecia que existen diferencias que son ínfimas. En consecuencia, cree que es importante ponderar la implicancia que significa que estas diferencias se produzcan por problemas de medición o por dudas respecto a los deflatores.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que concuerda con el argumento entregado por el señor García, ya que resulta totalmente diferente si el 4,4% de resto es compatible con un crecimiento alto del consumo y no importante de existencias, pero en todo caso desde un punto de vista práctico, es la información con la que se cuenta y entiende que es una gran noticia que ahora se puede corregir trimestralmente porque anteriormente se detectaba al final del trimestre.

4



El Gerente señor Magendzo respecto a los datos sobre exportaciones, señala que no se consideró celulosa, que ya se había eliminado a principios de año, para no sobreestimar lo que estaba sucediendo con "resto". Menciona que en esta oportunidad se realizó el mismo ejercicio para no sobreestimar una dinámica bastante baja de todos los componentes sin celulosa y sucede que aun con celulosa estas exportaciones están creciendo del orden del 5%, más bajo de lo que se había observado en el pasado. Indica que esta situación tiene que ver con metanol, con restricciones de gas, con la harina de pescado y con biomasa.

Con respecto al mismo tema, el Vicepresidente señor Jorge Desormeaux señala que quiere agregar otro factor que afecta a la demanda que se podría considerar puntual, que consiste en el menor costo de la energía en los países vecinos y eso implica que actividades que son muy dependientes de la energía se estén trasladando a Perú y Argentina. Agrega que por ejemplo, conoce el caso de una empresa que produce cerámica que ha trasladado toda su producción a Perú porque en ese país el gas está subsidiado.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que quiere complementar este tema en el sentido que a la crisis del gas sumaría el tipo de cambio, porque para efectos prácticos se trata de precios relativos, entonces se pregunta cuánto de esta situación es explicado por precios relativos; porque le han subido los costos y no pueden vender a precios reales equivalentes. Agrega, que en estos casos el industrial que optimiza el modelo neoclásico más puro lo que tiene únicamente son egresos y costos y los ingresos no han subido en término de los precios relativos y sí los costos.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que existe otro precio relativo que también puede ser relevante, y que no se trata de transable o no transable interno, sino respecto de los costos relativos de producir un mismo bien en distintos países. Por ejemplo, el subsidio a la electricidad implícito en Argentina puede encarecer en términos relativos la exportación de productos chilenos. Le parece al señor Consejero que esta situación no es menor y que numerosos industriales plantean que el subsidio a la electricidad en Argentina, resulta un tema demasiado relevante a la hora de exportar productos chilenos.

Respecto al comentario del Gerente señor Magendzo sobre la evolución del comercio en el segundo trimestre que ha sido bastante plana, el Consejero señor Manuel Marfán consulta si la desagregación de esos datos es solamente IVA.

El Gerente señor Magendzo señala que efectivamente sólo corresponde a IVA, de acuerdo a la información del Servicio de Impuestos Internos. Agrega el señor Magendzo que el fenómeno que se comentó sobre la caída del comercio sobre consumo privado, que había estado bastante estable, con alguna baja en el período 2001 – 2002, probablemente coincidente en esa época con una fuerte competencia de supermercados, farmacias y la entrada al mercado de las grandes tiendas, el proceso que se presenta en esta oportunidad llama la atención y no se conoce suficientemente a qué obedece, pero en todo caso se seguirá monitoreando.

4



El Consejero señor Manuel Marfán, con respecto a los datos de energía y el comentario del Gerente señor Magendzo en el sentido que éstos siguen contribuyendo negativamente al PIB, consulta si es posible desglosar de los datos cuál es el costo perdido por huelgas, paros y accidentes, que entiende que este año han sido por sobre lo normal, a fin de conocer cuánto es transitorio y cuánto es estructural.

El señor Magendzo responde al Consejero señor Marfán que es posible efectuar lo que él solicita. Agrega que por lo que entiende gran parte de las caídas que se han observado corresponden a accidentes y otros similares. Menciona además que cuando existen subcumplimientos durante el año, al término de éste se nivelan. Sin embargo, en esta coyuntura se presenta un escenario algo más pesimista toda vez que Codelco está extrayendo mineral de menor valor agregado y que está operando a máxima capacidad y que esa empresa no tendría ninguna holgura para poder aumentar la producción.

El Consejero señor Enrique Marshall comenta que los datos de consumo aparecen como excesivamente dinámicos, presentándose un fenómeno parecido al de la inversión y con la demanda interna general. Al respecto, consulta cuáles son los datos y cuáles son las velocidades para esta demanda interna y para la inversión.

El Gerente señor Magendzo indica que determinar la velocidad de la demanda interna, se observa hacia atrás que presenta una volatilidad extrema, lo que significa que los métodos no están haciendo un buen trabajo, limpiando los componentes de días estacionales. Agrega que el consumo pasa a una velocidad, que es algo más estable y más lógica de lo que se supone, a una velocidad de 10% el primer trimestre de 2007; 7,5% el segundo; 6,7% el tercero; 5% el cuarto, y 5% también el primer trimestre del 2008. Comenta también el señor Magendzo que respecto a la formación bruta de capital, ésta tiene una aceleración muy importante en el cuarto trimestre después de una desaceleración muy fuerte y parte de esto se observa en los registros de octubre y noviembre, respecto a importaciones de capital. Indica que se tiene información de indicadores coincidentes de edificación también al alza, por lo tanto se espera para el cuarto trimestre una inversión bastante dinámica.

Por otra parte, señala que la demanda interna pasa de una velocidad de menos 2,6% el primer trimestre del 2007; 21,8% el segundo trimestre; 5,3% el tercero; 13,6% el cuarto y menos 0,5% el primer trimestre de 2008, es decir bastante volátil, lo que confirma que el método no efectúa una buena predicción y existe un componente muy irregular que ensucia el método y eso se está dado más que nada por la volatilidad en las existencias.

El Consejero señor Manuel Marfán comenta que en cuanto a las expectativas de inflación, debiera esperarse que estén algo por sobre la meta de inflación a plazos largos, suponiendo que la tasa ancla es la nominal, esto es la tasa de política, por lo tanto la de UF es la que se ajusta. Este tema podría explicarse por el hecho que existe una sensación de mayor intertemporalidad en las expectativas.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Jadresic señala que en relación a lo expresado por el Consejero señor Marfán, efectivamente se ha observado en el mercado que esa inflación sobre 7%, es algo que sorprendió y se está reevaluando el interés por los papeles nominales, porque se ha visto que el riesgo inflacionario asociado a esos

h



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión Nº 116  
Política Monetaria  
13.12.2007 18.-

papeles es mayor, lo que lleva a repensar que en realidad son preferibles los instrumentos en UF. Lo anterior se ha podido apreciar en las decisiones de las Administradoras de Fondos de Pensiones las que han estado desprendiéndose de títulos en pesos e inclinándose por instrumentos en UF.

Comenta también el señor Jadresic que las cifras que se presentan en los gráficos están basadas en los mercados *swaps*, los que constituyen una mejor referencia para el cálculo de las compensaciones inflacionarias que el mercado de bonos. Todos estos juicios son relativos y se hacen menos relevantes en los plazos más largos, ya que en esos plazos estos mercados son menos líquidos lo que se puede observar en el caso de mercados de bonos.

El Presidente, señor José De Gregorio, suspende la Sesión a las 13.40 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 Nº 116.

Se deja constancia que en este acto se incorpora a la sesión, el Ministro de Hacienda, señor Andrés Velasco Brañes.

El señor Presidente comienza la sesión, señalando que la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de junio de 2008 ha sido fijada para el martes 10 de junio de 2008. Señala asimismo, que aprovecha esta oportunidad para comunicar formalmente que el Consejero señor Jorge Desormeaux Jiménez ha sido nombrado Vicepresidente del Banco.

El señor Ministro de Hacienda felicita tanto al Presidente, como al Vicepresidente y al nuevo Consejero del Banco Central de Chile, señor Sebastián Claro Edwards.

El Presidente señor José De Gregorio solicita al Gerente de División Estudios Subrogante señor Igal Magendzo que presente las Opciones de Política Monetaria.

El Gerente de División Estudios Subrogante señala que en las Reuniones de Política Monetaria de octubre y noviembre, el Consejo acordó mantener la Tasa de Interés de Política Monetaria en 5,75% anual. En esta última ocasión, se consideró que el conjunto de antecedentes disponibles sugería que, aunque la inflación era elevada, los precios de algunos alimentos, tanto perecibles como no perecibles, que habían sido uno de los causantes principales de su incremento, comenzaban a dar señales de reversión. A su vez, las expectativas de inflación a mediano y largo plazo se mantenían ancladas en torno al 3% anual. El crecimiento de la actividad económica, en tanto, era menor al proyectado en el último Informe de Política Monetaria, lo que iba más allá del desempeño de algunos sectores específicos, y el dinamismo del consumo daba señales de reducirse. Además, se indicó que se había deteriorado la percepción de los mercados financieros internacionales acerca de los problemas asociados a la crisis *subprime*. El comunicado respectivo indicó que la trayectoria futura de la Tasa de Política Monetaria dependería, en particular, del desarrollo del escenario

4





internacional, de la eventual propagación de los recientes *shocks* inflacionarios a otros precios y expectativas, y de la evolución de la brecha de capacidad.

Indica el señor Magendzo que desde la Reunión anterior, las principales novedades son las siguientes:

- En el escenario internacional, se han acentuado las preocupaciones respecto de los efectos de la crisis *subprime* sobre los mercados financieros y sus consecuencias sobre el crecimiento de las economías. Frente a este escenario, el Tesoro de Estados Unidos de América anunció que congelaría las tasas de los créditos más comprometidos y, esta semana, la Reserva Federal volvió a recortar en 25 puntos base su Tasa de Política Monetaria. Las perspectivas de desaceleraciones más significativas en crecimiento y la mayor preferencia por activos más seguros se han reflejado en una caída de las tasas de interés de los Bonos del Gobierno de Estados Unidos de América. Las Tasas Libor en países desarrolladas, en tanto, han ampliado sus márgenes respecto de sus Tasas de Política, reflejo de que los problemas de liquidez se mantienen, motivando el anuncio de parte de un conjunto de bancos centrales, incluyendo la FED y el Banco Central Europeo, de acciones coordinadas que contribuirían a aliviar esta situación.
- El precio del petróleo WTI se redujo, situándose por debajo de los niveles máximos registrados la tercera semana de noviembre. El precio del cobre, en tanto, ha caído en torno a 3%, ante expectativas de menor demanda de Estados Unidos de América. Destaca también el aumento algo superior a 20% en el precio internacional del trigo, por restricciones de la oferta. Este aumento, sin embargo, sería de carácter temporal, considerando el incremento significativo de las superficies plantadas, lo que reduciría el precio de este grano en el futuro.
- En el mercado financiero nacional, la publicación de los datos de IPC y actividad a comienzos de diciembre provocaron leves cambios sobre las expectativas del mercado acerca de la evolución de la Tasa de Política Monetaria, anticipándose un aumento de 25 puntos base en el primer trimestre del 2008. Las tasas nominales de interés no han mostrado cambios significativos. Destacan además, los vaivenes del tipo de cambio nominal en las últimas semanas. Los agregados monetarios y crediticios, en tanto, no han mostrado mayores novedades en el último mes, continuando con un crecimiento sostenido de las colocaciones para la vivienda y algo menor de las destinadas a consumo.
- Los datos de octubre siguieron indicando que el crecimiento de la actividad para la segunda mitad del año, más allá de los factores calendario de septiembre, es menor que el del primer semestre, nuevamente afectado por los sectores de recursos naturales y la debilidad de ciertas líneas industriales. Las cifras del mercado laboral para igual mes también siguen dando señales de mayores holguras. Se contrapone a esto la evolución del consumo privado, que en octubre mostró un repunte importante respecto de las bajas tasas de crecimiento anual de septiembre y que, además, respecto de lo antes estimado, muestra un mayor nivel a lo largo del año por la revisión de los datos de cuentas nacionales. De acuerdo a ello, se observa que el consumo estaría mostrando una resistencia mayor que la prevista a la caída en el ingreso disponible real.
- El IPC volvió a mostrar durante noviembre un incremento importante e inesperado, registrando una tasa de inflación anual por sobre 7%, al mismo tiempo que los indicadores de tendencia inflacionaria continuaron aumentando. Nuevamente, el aumento de la inflación respondió mayormente a *shocks* en precios específicos —peribles y energía— que, a diferencia de lo observado en el segundo y tercer trimestre, no afectaron

40



la inflación del IPCX1. De hecho, la inflación anual de este índice se mantiene en torno a 5,8% desde septiembre, mismo lapso en que la inflación del IPC aumentó desde 5,8 a 7,4%, aunque el escenario de corto plazo considera que la inflación IPCX1 continuará aumentando en el primer trimestre del 2008.

- En octubre, los indicadores salariales del INE registraron un incremento en su tasa de variación anual, mientras sus velocidades de expansión se estabilizaron o disminuyeron en el margen, dependiendo de la medida considerada. Los salarios nominales de la Asociación Chilena de Seguridad redujeron su tasa de crecimiento. Cabe mencionar que al igual como se señala en la primera parte de esta Reunión, el reajuste acordado entre el Gobierno y los funcionarios públicos (6,9%) está en línea con el incremento considerado en el escenario base de proyección de septiembre y, en el contexto actual de inflación e incremento de salarios en el sector privado, no representa una presión adicional significativa sobre los costos.
- Los indicadores de expectativas de inflación tuvieron un aumento tras la publicación del IPC de noviembre, que resultó mayor que lo esperado por el mercado. No obstante, las expectativas a los plazos relevantes aún se encuentran ancladas en valores cercanos a 3%. Debe destacarse que una parte del aumento de las expectativas de inflación es explicada por la volatilidad habitual de estas medidas ante sorpresas de inflación.

Comenta el señor Gerente, que la información del último mes acentúa el panorama de una inflación muy elevada y una actividad débil, ambas afectadas por *shocks* de oferta que han ido más allá de lo esperado en el último IPoM. Agrega que ello dibuja un escenario en que durante los próximos meses la inflación seguirá alta, pero en el que las presiones inflacionarias de mediano plazo podrían ser menores que las antes anticipadas. En este contexto, y con los antecedentes disponibles a esta Reunión, las opciones que parecen plausibles son mantener la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual o bien aumentaría en 25 puntos base.

Menciona el señor Magendzo que al igual que en los meses anteriores, la principal justificación para aumentar la Tasa de Política Monetaria en esta Reunión, continúa siendo el riesgo de persistencia y propagación del severo *shock* inflacionario. Este riesgo se ha incrementado en la medida en que la inflación anual ha continuado aumentando por sobre lo esperado, tanto por el Banco como por el mercado. Si bien los precios de algunos alimentos perecibles —cuyo aumento estuvo asociado a fenómenos climáticos— han comenzado a revertirse, en noviembre se verificaron aumentos inesperados y de magnitudes importantes en los precios de la energía eléctrica y los combustibles. Además, la inflación anual que excluye los precios de la energía y los alimentos también mostró un aumento, y continuó el incremento de las medidas de tendencia inflacionaria que excluyen los ítems que más han variado o los más volátiles, alejándose cada vez más de 3%. Se suma a lo anterior que la inflación de servicios, cuya persistencia se estima mayor que la de los bienes, también aumentó, incluso excluidos los regulados, continuando con la tendencia mostrada durante el 2007 y ubicándose en los niveles más elevados de la década. En contraposición a todo lo anterior, la inflación anual del IPCX1 se ha mantenido en torno a 5,8% desde septiembre, mismo lapso en que la inflación del IPC aumentó desde 5,8% a 7,4%. No obstante, el escenario de corto plazo considera que la inflación IPCX1 continuará aumentando en el primer trimestre del 2008.

Añade el señor Gerente que también se puede argumentar que un aumento de la Tasa de Política Monetaria reduce el riesgo de posibles efectos de propagación de los elevados niveles de inflación que hagan peligrar la consecución de la meta en el horizonte de política, argumento que incluso cobra más fuerza dado los niveles que ha alcanzado la

hp



inflación. Además, incluso considerando la dificultad que las sorpresas inflacionarias imponen para su lectura, las expectativas de inflación a distintos plazos han persistido por sobre el valor meta y han mostrado recientemente incrementos marginales. En este contexto, subir la Tasa de Política Monetaria podría entenderse como una medida preventiva, que reafirma el compromiso del Banco Central de Chile con la meta, y que serviría para reducir la probabilidad de aumentos adicionales en las expectativas de inflación del mercado, los que, por sí mismos, pudieran requerir de acciones de política monetaria.

A lo anterior, agrega el señor Magendzo que los datos de cuentas nacionales del tercer trimestre llevaron a reevaluar el comportamiento del consumo privado y de la demanda interna —en especial por el mayor nivel del consumo a lo largo del año— y que los indicadores de consumo de octubre mostraron un repunte importante respecto de las bajas tasas de crecimiento anual de septiembre. De esta forma, es posible plantear que el comportamiento del consumo no parece coherente con la caída que ha mostrado el ingreso privado disponible en términos reales —por la elevada inflación— lo que se ve reflejado en un dinamismo del crédito de consumo que, si bien se ha atenuado, continúa elevado. En este sentido, un aumento de la Tasa de Política Monetaria podría justificarse por eventuales presiones inflacionarias provenientes del lado del consumo y para prevenir una desaceleración más abrupta de la demanda interna en el futuro. No obstante, es posible que el consumo reaccione con rezagos y veamos una desaceleración más pronunciada en los próximos meses. Por último, cabe reiterar que la Tasa de Política Monetaria se ubica en la parte baja de un rango de estimaciones para la Tasa de Política Monetaria neutral.

En contraposición a todo lo anterior, señala el señor Gerente que existen elementos que apuntan a que es posible que la inflación vuelva al nivel meta dentro del horizonte de política, sin que sea necesaria un alza de la Tasa de Política Monetaria hoy. En particular, destaca que en el tercer trimestre del año las holguras habrían sido menos estrechas, lo que hace prever menores presiones inflacionarias para el mediano plazo. Además, los datos de octubre siguieron indicando que el crecimiento de la actividad para la segunda mitad del año, más allá de los factores calendario de septiembre, es menor que el crecimiento de la actividad del primer semestre, nuevamente afectado por los sectores de recursos naturales, pero también corroborando el menor dinamismo de la industria y el comercio. Estas mayores holguras también se evidencian en el aumento del desempleo que reporta el Instituto Nacional de Estadísticas en los últimos datos, en un contexto de escasa creación de empleos y aumentos de la fuerza de trabajo.

Agrega el señor Magendzo que también podría plantearse que no existe evidencia aún que favorezca el argumento de subir la Tasa de Política Monetaria como medida preventiva de efectos de segunda vuelta que hagan peligrar la meta de inflación, especialmente porque éstos aún no son del todo evidentes. Por un lado, indica que las distintas medidas de expectativas de inflación, aunque con el comentado incremento, aún se encuentran ancladas cerca de 3% a todos los horizontes relevantes. Por otro lado, señala que las medidas de salarios reportadas por el Instituto Nacional de Estadísticas no han vuelto a aumentar de forma considerable su tasa de variación, como ocurrió en julio —de hecho las de la Asociación Chilena de Seguridad retrocedieron— y no evidencian reajustes más allá de las cláusulas habituales de indexación.

A lo anterior, menciona el señor Gerente, se suma que en el escenario internacional continúan aumentando las preocupaciones por los efectos de la crisis *subprime*, disminuyendo las proyecciones de crecimiento mundial. Como se ha mencionado antes, indica que un deterioro más pronunciado del escenario internacional podría eventualmente llevar a una actividad interna más débil, una caída en los precios de los bienes primarios, incluidos los de los alimentos que son referencia para el IPC, y nuevas bajas en las tasas de interés

4



externas, entre otros factores. Así, podría argumentarse que mantener la Tasa de Política Monetaria hoy es la reacción a un riesgo deflacionario de mediano plazo, cuya probabilidad ha aumentado y cuyos efectos podrían ser muy significativos.

Finalmente, menciona el señor Magendzo que como es habitual, también existen consideraciones tácticas. En primer término, indica que puede ser prudente esperar más información antes de decidir un aumento de la Tasa de Política Monetaria, especialmente por la cercanía del nuevo ejercicio completo de proyecciones que se realizará para el Informe de Política Monetaria. En segundo lugar, señala que el mercado espera en su gran mayoría una mantención de la Tasa de Política Monetaria en esta oportunidad. Comenta que aumentarla, podría tener efectos indeseables sobre los precios de los activos financieros y la volatilidad de los mismos, en un contexto de alta incertidumbre en los mercados financieros internacionales. Por último, agrega el señor Gerente que el sesgo neutro del último comunicado, implica la ausencia de una restricción evidente en esta Reunión.

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

El Presidente señor José De Gregorio ofrece la palabra al Gerente de Investigación Económica señor Klaus Schmidt-Hebbel.

El señor Schmidt-Hebbel comenta que al adverso cuadro de perspectivas internacionales se agrega una sensación de que las propias proyecciones de actividad en el corto plazo podrían estar algo sesgadas hacia arriba, a la luz de la última información. Señala que durante el último mes hubo dos novedades de relevancia para la decisión de Política Monetaria de hoy. La primera es externa, y se refleja en un empeoramiento significativo de las perspectivas de la economía de Estados Unidos de América en particular, y mundial en general, para los años 2008 y 2009. En el primer momento, el crecimiento de Estados Unidos de América y mundial, se corrige a la baja; el segundo momento acentúa el sesgo en la distribución de dichas proyecciones hacia abajo, como lo reflejan los aumentos en las probabilidades asignadas a organizaciones en Estados Unidos de América. Ello es reflejo de un reconocimiento de mayores pérdidas en el mercado de créditos hipotecarios en Estados Unidos de América y las concomitantes pérdidas de activos con garantías hipotecarias en la mayoría de los grandes mercados financieros internacionales, y algunos emergentes como Rusia, llevando a operaciones de inyecciones de liquidez cada vez mayores y más coordinadas entre los principales bancos centrales del mundo.

Menciona el señor Gerente que el empeoramiento de las perspectivas financieras y reales en el mundo desarrollado ha llevado a reducciones en las tasas de política en Estados Unidos de América y Canadá, y también se refleja en caídas moderadas en los precios spot y futuros de los principales *commodities*, además de observarse fuertes pérdidas en todas las bolsas, e incrementos en los *spreads* soberanos.

Agrega el señor Gerente que en el plano interno, nuevamente la elevada inflación mensual del IPC sorprendió al mercado y al Banco. Con ello, indica, se acumulan muchos meses de sorpresas positivas en distintas medidas de inflación y se verifica una inflación en 12 meses que supera en 4,4 el centro del rango meta, implicando también correcciones en las proyecciones de corto plazo para la inflación del IPC total, IPCX e IPCX1 que en el caso de IPC total superaría una tasa anual de 7% hasta abril del 2008 incluido.



Indica el señor Gerente que ello sitúa a Chile en esta coyuntura de *shocks* de oferta, entre los países que presentan las mayores desviaciones de su inflación respecto de su valor meta, dentro del conjunto de todos los países con metas implícitas o explícitas en el mundo desarrollado y emergente, lo que indudablemente refleja la intensidad del *shock* primario de oferta, cuya virulencia parece ser idiosincrática a Chile.

Comenta el señor Schmidt-Hebbel que el intenso *shock* de oferta ha sido más persistente de lo esperado, y la anticipada reversión en los niveles de muchos precios se ha pospuesto en el tiempo. Indica que, partiendo del reconocimiento básico que la respuesta de política monetaria óptima a un *shock* de oferta es siempre ambigua, dependiendo del carácter del *shock* y de la estructura de la economía correspondiente, son cuatro las variables claves que condicionan una eventual respuesta, ya sea contractiva o expansiva de la política monetaria: la respuesta del producto y del ingreso; los efectos de segunda vuelta en otros bienes y servicios; la respuesta de los salarios; y las expectativas de inflación.

Agrega que las respuestas de las tres primeras variables a los intensos *shocks* de oferta vividos por Chile, parecen acotadas hasta la fecha. Sin embargo, algo más preocupante es el comportamiento de las expectativas de inflación de mediano y largo plazo. Señala que las compensaciones inflacionarias a plazos mayores de un año se han elevado a 3.38% como promedio de los últimos 40 días y en plazos de 2 - 5 años, y de 5 a 10 años ha habido aumentos más significativos en las compensaciones inflacionarias, aunque en operaciones de uno en uno, que en nuestro horizonte de política permanecen ancladas en aproximadamente 3,3 %. Por lo tanto, agrega que aunque las compensaciones inflacionarias aún no están muy distantes del 3%, estuvieron mucho más distantes en términos absolutos durante el episodio deflacionario de 2003, y su lento pero sistemático *drift* hacia arriba, prende una luz amarilla. Comenta el señor Gerente que a la luz de las novedades descritas y de la actual coyuntura, son cuatro las consideraciones que sugiere sopesar a la hora de la tomar la decisión de política monetaria.

Primero, indica el señor Gerente, corresponde realizar un balance de las implicancias expansivas para la política monetaria, de las deterioradas perspectivas para la economía internacional, y sus implicancias para la actividad y la inflación en Chile, complementada por la probablemente mayor debilidad presente de nuestra economía, con las implicancias contractivas del aumento en compensaciones inflacionarias, producto de nuevas sorpresas en los registros inflacionarios. Menciona que empujando estos dos *shocks* a la política monetaria en direcciones opuestas, este aplanamiento en la distribución de la tasa óptima en torno a su nivel actual, refuerza la opción de esperar más información antes de actuar.

La segunda consideración que indica el señor Schmidt-Hebbel es que existe todavía una diferencia entre la brecha de la tasa de política respecto de la neutral, y la brecha de producto que probablemente es cero o levemente positiva, justificando *ceteris paribus* un movimiento de alza de tasas.

En tercer lugar, señala que podría requerirse emitir una señal de compromiso del nuevo Consejo del Banco con la meta de inflación, por el simple hecho del cambio en su composición y constitución.

Por último y como cuarto punto, menciona que de producirse un empeoramiento significativo de las perspectivas en la economía internacional y la chilena, puede ser costoso revertir una decisión de política en el corto plazo, después de materializarse un alza en la tasa hoy.

hp



Sopesando estas cuatro consideraciones y dando mayor importancia a la probabilidad de un empeoramiento significativo de las perspectivas de la economía internacional y sus implicancias para Chile, sugiere ejercer la opción de espera, la que considera particularmente valiosa, manteniendo la tasa en su nivel actual.

El señor Presidente ofrece la palabra al Gerente de División Política Financiera señor Pablo García Silva.

El señor Gerente de División señala que concuerda con las opciones de la Gerencia de División Estudios en términos que, al igual que en meses recientes, las opciones más plausibles para esta Reunión de Política Monetaria son la mantención o el aumento de la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base.

Entre estas dos opciones, en su opinión lo más pertinente es implementar un incremento de 25 puntos en esta Reunión y señala que, de los argumentos que se han planteado, el que le hace más sentido es que un aumento acotado de esa magnitud permite disminuir la probabilidad de pérdida de credibilidad en la capacidad del Banco Central de Chile de devolver la inflación a la meta en un tiempo prudente. Respecto a este tema en particular, tiene las siguientes cuatro observaciones: Primero, menciona que es importante indicar que se está bastante lejos de que se materialice una situación de pérdida de credibilidad. Comenta que basta con señalar que la inflación en doce meses que se tiene hoy día es casi un punto superior al costo de financiamiento nominal que el Banco Central enfrenta en el mercado a los plazos más largos. Agrega que cuando se discute el tema de la credibilidad, no hay que concentrarse en la situación dicotómica de pérdida o no pérdida, porque ello es muy poco informativo, sino que en una perspectiva de riesgos. Cree que ese solo aspecto permite descartar que se esté frente a una situación severa de pérdida de credibilidad.

En ese sentido, señala el señor Gerente de División que el hecho que las compensaciones inflacionarias privadas a diversos plazos se hayan desplazado de forma paralela, superando ya por un tiempo el 3% a plazos relativamente largos, puede ser indicativo que la volatilidad percibida a futuro de la inflación se ha acrecentado, y que quizás, también se ha incrementado la probabilidad de ubicarse con registros inflacionarios por sobre el 3% por un tiempo prolongado. Sería ideal, comenta, para cuantificar estos aspectos, contar con información de mercado sobre las características de la distribución de expectativas de inflación que permita estudiar sus valores extremos.

Adicionalmente, agrega el señor Pablo García que aunque se desconocen los mecanismos a través de los cuales se transita hacia una situación de pérdida de credibilidad, estima que es correcto argumentar que la probabilidad de que esta situación se dé, depende del tiempo en que se esté desviados de la meta, así como de la magnitud de dicha desviación. Por lo demás, indica, por el lado de costos y salarios, el espacio en el mercado laboral se ha tendido a disipar.

Considera el señor Gerente que es importante distinguir en la discusión, aspectos vinculados a la credibilidad, de temas vinculados a la reputación antinflacionaria del Banco Central de Chile. En efecto, señala que no es necesario que lo último se cuestione para perder credibilidad, sino que basta con que se extienda la percepción de que el Banco Central de Chile no estima que su instrumental monetario puede devolver la inflación a la meta en un tiempo prudente, y por lo tanto decide no actuar.

4



Como siempre, menciona el señor Gerente, hay consideraciones que podrían contrapesar las razones para realizar un alza preventiva de 25 puntos base. Sin embargo, no cree que ellas sean particularmente relevantes en la actualidad. Indica que una de esas consideraciones es la probabilidad que se induzca un sesgo contractivo a la política monetaria. Estima que la probabilidad que ello sea así es muy reducida, por varias razones. En primer lugar, indica que el nivel de tasas reales de largo plazo hoy, es el mismo que hace seis meses atrás, luego, los aumentos de la Tasa de Política Monetaria en el segundo semestre no han cambiado el impulso monetario. En otras palabras, menciona que desde mediados de año a esta fecha, la inflación anual se ha incrementado en más de cuatro puntos porcentuales, ciertamente con una ampliación de holguras que puede estimarse a lo más, entre medio punto y un punto, mientras que la Tasa de Política Monetaria se ha incrementado en 75 puntos base. Comenta el señor Gerente que difícilmente se podría argumentar que lo anterior ha más que compensado las novedades conjuntas de inflación y crecimiento.

Otra consideración que agrega el señor Gerente de División, es la probabilidad de error, particularmente en el entorno externo incierto que se ve hoy en día. En ese sentido, estima que el potencial costo de un aumento de 25 puntos base es muy pequeño, y probablemente menor que el costo de no subir ahora y tener quizás, que actuar agresivamente en el futuro. Además, señala que la Tasa de Política Monetaria está ubicada a lo más en la parte baja de los rangos estimados de tasa neutral.

Finalmente, estima el señor Pablo García que en términos tácticos, el hecho que el mercado no anticipe de manera mayoritaria un aumento, juega a favor de esta medida preventiva, al potenciar la señal que el Banco Central de Chile no está cómodo con los actuales niveles inflacionarios. En la misma línea, estima que por ello no sería necesario comunicar un sesgo en el comunicado, sino que bastaría con mantener una instancia neutral en el mismo.

El señor Presidente ofrece la palabra al Gerente de Mercados Financieros Nacionales señor Beltrán De Ramón Acevedo.

Indica el señor De Ramón que, tal como lo presentó la Gerencia de División Estudios, en el último mes se ha observado un deterioro de la situación externa, junto a una actividad interna menor a la esperada. Por su parte, agrega, y ese ha sido un hecho muy notorio, la inflación de noviembre estuvo entre 0,6% y 0,4% por sobre lo esperado. Señala el señor Gerente que los antecedentes presentados indican que con la información de octubre, el consumo estaría mostrando una resistencia mayor a la prevista, a la caída del ingreso disponible real. Coherente con lo anterior, también se señaló que se mantiene el dinamismo de los créditos de consumo, aunque algo más atenuado que en meses anteriores.

Por el lado financiero, destaca el señor Gerente, se ha visto un aumento de 15 puntos base en las Tasas Promedio Cámara, lo que lleva a configurar que el mercado anticipe, con un porcentaje por sobre el 50, un alza de la Tasa de Política Monetaria para esta Reunión, a pesar que la encuesta sólo indica que una minoría de un 17% estima que el Banco Central de Chile va a subir la tasa hoy. Por otra parte, añade, el aumento de casi 60 puntos base en las tasas prime y bolsa de 30 días en el mercado monetario, es atribuible más bien a coletazos de la crisis *subprime* que ha hecho que los bancos locales sean más conservadores con la liquidez, básicamente que las líneas de crédito externas estén más estrechas, así como también es atribuible a la inminente salida de las Administradoras de Fondos de Pensiones por el aumento de límites de inversión en el exterior con un 5% adicional. Todo lo anterior ha llevado a que los bancos estén dispuestos, incluso hoy día, a pagar por depósitos prime el



equivalente a 80 puntos a un mes y promedio cámara, más 70 puntos a un año, versus un promedio de 30 puntos, que es lo normal en meses anteriores o en los últimos dos años.

Menciona el señor De Ramón que las expectativas de inflación, medidas como compensación inflacionaria, han reaccionado a la luz de estas noticias. En efecto, si se mide desde el año 1 hasta el año 10, las que conocemos como 1 en 1, 3 en 2, 5 en 5, promedian desde hace un mes y medio, una cifra en torno a 3,38%, pero con un alza en los últimos días. Si bien esta estructura de alza en los plazos largos está afectada por operaciones de agentes financieros que están aprovechando la oportunidad de altos *spreads* en bonos de compañías en Estados Unidos de América y hacen un *swap* de tasas y de monedas concentradas en la parte larga de la curva, estas operaciones se hacen USD-UF, en vez de USD-\$, lo que refleja que los agentes están viendo inflación sobre 3 % hacia adelante. Con todo, agrega, una cifra de compensación inflacionaria de 3,38% anual, si bien es alta, no se puede concluir que hoy día exista un desanclaje de las expectativas, considerando que parte de esa cifra, al menos unos 10 a 15 puntos base, se pueden explicar por prima de inflación. Sin embargo, añade, el riesgo que existe es que en los próximos meses esa cifra de 3.38% se eleve más.

Por otra parte, comenta el señor Gerente, la Encuesta de Operadores de Mesa y la Encuesta de Expectativa Económica, indican que los agentes están considerando una inflación para los próximos 12 meses, entre 3,70% y 3,60%, respectivamente, pero con algunos factores de riesgo al alza como los mencionados en la Reunión de la mañana, asociados al petróleo.

Todo lo anterior señala el señor Gerente, configura un escenario preocupante que debe considerar expectativas de inflación que, si bien se mantienen ancladas, están al límite de lo normal. Con todo, y con todas las incertidumbres que se tienen hacia adelante, en particular si la situación externa empeora más y termina afectando el panorama interno de crecimiento e inflación, considera que lo más plausible es subir la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base y esa es su recomendación.

El señor Presidente ofrece la palabra al Gerente de División Operaciones Financieras señor Esteban Jadresic Marinovic.

Señala el señor Gerente de División que sin duda la decisión de hoy es difícil y que las alternativas relevantes son las que ha planteado la Gerencia de División Estudios. Agrega que no va a repetir las noticias del mes porque ya se ha abundado sobre el tema. Solamente quiere decir que a su juicio hay dos riesgos principales que considerar y balancear en esta decisión. Por una parte, menciona el riesgo que la sorpresa inflacionaria acumulada genere efectos de segunda vuelta y un eventual desanclaje de expectativas, tal como lo señaló el señor Pablo García. Comenta que esta situación no se ha producido todavía, pero puede darse y por lo tanto, puede que la inflación también empiece a irse para arriba. Por otra parte, indica que está el riesgo del deterioro de la situación financiera internacional, en particular que los mercados crediticios y monetarios lleven a una desaceleración fuerte de la economía internacional, y en parte, también de la economía doméstica e incrementen las holguras de capacidad en nuestro país con el consecuente aumento de la inflación en plazos más largos.

Estima el señor Jadresic que la decisión a tomar es difícil y que hay serios riesgos en cada caso. Señala que adoptándose cualquiera de las opciones y lo que pueda ser necesario hacer por la Política Monetaria en meses posteriores, si se aumenta la tasa de interés y se da la situación de deterioro internacional, será preciso revertir ese aumento de tasa de interés. En el caso que se mantenga la tasa de interés y la expectativa de inflación de

4





segunda vuelta termine siendo más alta, será preciso arrepentirse de no haber usado este tiempo para empezar desde ya a combatir el desarrollo de la inflación de expectativas.

En este contexto de serias dudas añade el señor Jadresic que ciertamente hay que balancear ambas cosas, y le hace fuerza la sabiduría popular que dice "ante la duda abstente" y bajo esas condiciones, tiende a recomendar en el margen una política más parsimoniosa y valorar, como dijo el señor Klaus Schmidt-Hebbel, la opción de esperar. Dicho eso y si se tomara ese camino, señala que es muy importante cómo se comunicará esta decisión al público y precisa que en particular, se debe señalar un fuerte compromiso del Banco con el control de la inflación.

El señor Presidente ofrece la palabra al Subgerente General señor Leonardo Hernández Tagle.

Señala el señor Subgerente General que ciertamente no quiere tomar tiempo repitiendo los antecedentes que se han presentado sobre esta mesa en la mañana y que se han repetido en la tarde. Por lo tanto, simplemente quiere enfatizar algo que mencionó recientemente Esteban Jadresic, que es el rol que juega en esta oportunidad el comunicado. Estima que las opciones que se presentan el Consejo son subir la tasa, manteniendo un comunicado neutro, o bien, mantener la tasa y esperar más tiempo, hasta que se decante mayor información. En ese caso, señala que su sugerencia sería darle al comunicado un marcado sesgo hacia una futura alza, de manera de evitar los riesgos que se están corriendo. Quiere enfatizar lo que manifestó Klaus Schmidt-Hebbel, respecto del cambio que se produjo en el Consejo, y considera que es un momento crucial para dar una señal en esa dirección. Reitera lo difícil de la decisión que se debe adoptar.

El Presidente señor José De Gregorio, ofrece la palabra al señor Ministro de Hacienda don Andrés Velasco Brañes.

Comenta el señor Ministro que la situación se presenta delicada, debido a que la inflación ha estado por sobre lo estimado y el crecimiento por debajo del potencial en los meses recientes. Señala que le parece comprensible la alternativa planteada por la Gerencia de División Estudios de incrementar hoy la Tasa de Política en 25 puntos base, dada la situación inflacionaria y la brecha que existe entre la inflación en doce meses y las proyecciones en doce meses. Indica que hay una serie de elementos que llevan a sopesar cuidadosamente los argumentos en una y otra dirección. Primero, indica que han transcurrido cuatro meses durante los cuales se ha tenido sorpresas en la actividad por debajo de lo predicho.

En segundo lugar, señala que le complace ver que las proyecciones para lo que resta del año son relativamente optimistas, pero hay estar seguros que ese optimismo esté plenamente fundado o sea al menos altamente probable. Menciona que haciendo una operación aritmética básica las cifras son optimistas, pero al mismo tiempo agrega que es preciso tener a la vista y considerar las brechas y las presiones inflacionarias.

En tercer lugar, comenta que en esta mesa de reunión ha habido una preocupación muy justificable respecto al comportamiento de los salarios, y agrega que la última cifra que se tiene, indicaría que las tasas de expansión en doce meses se estarían aplanando.

4



Como cuarto punto, señala algo que ya se ha mencionado y es que las expectativas de inflación medidas vía encuestas o vía compensaciones inflacionarias, todavía parecen bastante ancladas o cercanas al centro del rango meta.

Finalmente, menciona el riesgo deflacionario obvio cuya probabilidad ha subido en las últimas semanas debido a la crisis internacional.

Por lo antes dicho, señala el señor Ministro de Hacienda que quisiera terminar con un punto táctico y es que si el Consejo decidiera un aumento de 25 puntos base, le parece absolutamente capital lo que ya ha sido mencionado anteriormente por el señor Subgerente General señor Leonardo Hernández T. y el Gerente de División Operaciones Financieras señor Esteban Jadresic M., en relación a lo que comunique el Banco. Sobre el particular, indica que hay al menos dos asuntos que le preocupan. El primero es que obviamente habría que hacer hincapié en la neutralidad del sesgo hacia delante. Lo segundo, que considera más delicado de comunicar y que requiere un fraseo muy apropiado, es que existe la probabilidad que la convergencia en el rango de 12 a 18 meses a tasas de inflación cercanas al 3%, parta de niveles más altos, y que por lo tanto, en los tres o cuatro meses que vienen, mirando hacia atrás, se tenga todavía tasas de inflación en 12 meses que son mayores que las que el mercado hoy día espera. Menciona que hace este comentario porque sería muy importante que si este fenómeno efectivamente se verificara en febrero, en marzo o en abril, no fuese percibido en ese momento por el mercado como una sorpresa inflacionaria, que requiriese otros incrementos de la Tasa de Política Monetaria. Dicho de otro modo, si la decisión de hoy fuese subir la Tasa de Política Monetaria, tendría que entenderse como una medida preventiva que ya toma en cuenta la probabilidad que esta convergencia sea desde niveles más altos y que por lo tanto, ver registros de inflación en 12 meses en torno al 6% en los próximos meses, no constituiría una razón para un alza adicional. Le parece que esto debe redactarse con mucha precisión en el comunicado, de modo de mantener el mensaje y las expectativas que lleva.

El Presidente señor José De Gregorio agradece al Ministro por su intervención y ofrece la palabra a los señores Consejeros para proceder a la votación.

El Consejero señor Sebastián Claro agradece y felicita a todos los Gerentes por los análisis efectuados.

Señala el señor Consejero que quiere efectuar algunas observaciones y juicios.

En primer lugar, indica que la inflación se mantiene muy por sobre la meta y se espera que esto continúe por un tiempo. Menciona que existiría evidencia que parte de estos fenómenos constituyen factores puntuales que deberán revertirse en el mediano plazo. Sin embargo, agrega que también es posible prever que hay otros componentes del IPC, principalmente en transporte, que podrían estar artificialmente bajos. Comenta que no sería extraño pensar que la inflación debiera demorar bastante en volver al nivel que se espera.

En segundo lugar, menciona que la Política Monetaria continúa siendo expansiva y que el crédito sigue creciendo a tasas cercanas entre el 15% y el 20%.

El tercer punto que considera relevante el señor Consejero es que las turbulencias financieras y sus riesgos sobre actividad en Estados Unidos de América y Europa, continúan vigentes. Señala que se ha visto las acciones de política monetaria de los bancos centrales en esos países, lo que obviamente constituye un riesgo para la economía chilena.

h



Sin embargo, estima que los riesgos de la importante contracción de liquidez derivada de estas turbulencias en Chile, aparecen acotados, entre comillas, por la posición sólida fiscal, por el superávit de cuenta corriente, por la limitada exposición del sistema financiero chileno, y por el financiamiento externo con bancos expuestos a *subprime*, que es lo que se comentó ayer.

En consecuencia, el Consejero señor Sebastián Claro señala que su voto es por subir la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base.

El Consejero señor Enrique Marshall agradece al *staff* el material preparado para esta ocasión.

Menciona el señor Consejero que las noticias acumuladas en el curso del último mes configuran un cuadro particularmente complejo para tomar una decisión de política monetaria. Indica que el escenario externo se ha debilitado y que las expectativas de crecimiento para el próximo año se revisan a la baja para las economías desarrolladas. Comenta que en Estados Unidos el sector inmobiliario y el mercado de las hipotecas siguen observando deterioros. Por su parte, el Gobierno ha anunciado un programa de apoyo masivo a los deudores, lo que resulta bastante inusual. Agrega el señor Consejero que los problemas de liquidez siguen presentes, no obstante las intervenciones de los bancos centrales. Estos últimos han anunciado recientemente nuevas acciones coordinadas. Asimismo, las instituciones financieras y, en particular, los bancos, no terminan de reconocer sus pérdidas. Señala que persiste, e incluso se intensifica la incertidumbre sobre los efectos de mediano plazo de las disrupciones en los mercados financieros y crediticios. Por el momento, agrega, esa mayor incertidumbre se refleja en un significativo aumento en la volatilidad de los mercados financieros y cambiarios.

Comenta el señor Consejero que los premios por riesgo para las economías emergentes vuelven a aumentar y los flujos de cartera disminuyen. Por su parte, los precios de recursos naturales observan movimientos mixtos y los precios del petróleo y el cobre bajan respecto de los niveles observados en la Reunión anterior.

Menciona el Consejero señor Marshall que la preocupación por la inflación, si bien no desaparece, se tiende a eclipsar por los riesgos de una pronunciada desaceleración de la actividad real. Todo ello agrega, configura un cuadro de alta incertidumbre respecto de la evolución de la economía global.

En el frente interno, comenta el señor Marshall, los agregados monetarios y crediticios siguen mostrando tasas de crecimiento elevadas, sin mayores novedades. Se confirma también el ajuste en los créditos de consumo, que continúan desacelerando su ritmo de expansión. Por otro lado, los rendimientos de los títulos de largo plazo, tanto en pesos como en UF, mostraron sólo leves ajustes al alza respecto de la última Reunión. Indica asimismo que el dólar ha experimentado fluctuaciones a lo largo del mes y en lo más reciente se ha apreciado.

Agrega el señor Consejero, que la demanda interna continúa creciendo en forma importante, pero se advierte un dinamismo algo menor que en el pasado, lo que se asocia al comportamiento del consumo. No obstante ello, las cifras para el consumo del tercer trimestre se revisaron al alza, lo que sugiere una desaceleración de este componente del gasto bastante más suave que lo visualizado hace un mes atrás. En materia de inversión, se mantiene el alto dinamismo que se venía observando.

40



Menciona el señor Marshall que las cifras de actividad siguen dando cuenta de un menor ritmo de crecimiento que en el pasado. Las tasas de variación para este segundo semestre se han revisado levemente al alza, pero se confirma que el año cerrará con una cifra por debajo de lo anticipado en el último Informe de Política Monetaria. Señala que el empleo continúa creciendo, pero a un ritmo menor que en meses anteriores. La desocupación sube levemente, principalmente por un aumento de la fuerza de trabajo, pero permanece siempre en niveles bajos.

Por su parte, añade el señor Consejero, los salarios nominales muestran leves aumentos en sus tasas de variación, pero estas últimas se aprecian todavía como normales considerando la inflación efectiva y los mecanismos de transmisión o indexación habituales. En todo caso, la evolución de las remuneraciones nominales debe ser monitoreada con atención por sus implicancias para la inflación proyectada.

Comenta que sin duda, la principal fuente de preocupación sigue siendo el alto nivel de la inflación. La cifra del último mes sorprendió al alza y con ello la variación anual se ubicó por sobre el 7%, bastante por arriba del rango de tolerancia contemplado en nuestro marco de política. Adicionalmente, todo indica que este alto nivel permanecerá durante varios meses. Asimismo, las distintas medidas de tendencia inflacionaria también muestran un aumento. Por otro lado, las expectativas de inflación se ajustaron al alza después del anuncio del último IPC. Con todo, las expectativas de mediano y largo plazo siguen ubicadas en torno o próximas a la meta. Asimismo, la curva de expectativas para la Tasa de Política Monetaria se ha ajustado marginalmente al alza, los precios de los activos anticipan un alza de 25 puntos base en el curso del primer trimestre del próximo año y las encuestas, en cambio, sugieren que la tasa permanecería constante en su actual nivel por un largo período.

Con estos antecedentes, indica el señor Consejero, las opciones plausibles son mantener la tasa en su actual nivel o subirla en 25 puntos base. Señala que no resulta fácil inclinarse por una u otra opción, porque existen buenos argumentos en favor de cada una de ellas.

Agrega el señor Consejero que los argumentos para mantener la tasa son: primero, el deterioro del escenario externo y, en particular, el aumento de los riesgos asociados a las perturbaciones financieras en desarrollo; segundo, una evolución algo menos dinámica de la actividad interna; tercero, el anclaje que se sigue observando en las expectativas inflacionarias de mediano y largo plazo, no obstante el fuerte aumento de la inflación; y cuarto, las expectativas de mercado que se inclinan mayoritariamente por la opción de mantener.

Por su parte, menciona el señor Consejero, el principal argumento para subir la Tasa de Política Monetaria es el alto nivel alcanzado por la inflación. Si bien la sorpresa inflacionaria del último mes no cambia el diagnóstico sobre los factores que están detrás de este repunte, aumenta la magnitud de la desviación respecto del rango de tolerancia y eleva por tanto los riesgos asociados. En este contexto, menciona, un ajuste de la Tasa de Política Monetaria contribuiría a mitigar dichos riesgos y reforzaría la credibilidad en la política monetaria. Si bien es cierto, esta decisión tiene riesgos. Un pronunciado deterioro del escenario externo o bien una desaceleración mucho más intensa de la actividad interna, podrían llevarnos a revertir esta decisión en los próximos meses. En su opinión, este riesgo existe, pero le parece acotado.

Comenta que en un cuadro altamente complejo como el actual, la Política Monetaria no debe descartar cierto grado de ajuste fino, lo que implica reaccionar con prontitud a la información que se recibe y admitir la posibilidad de modificar la orientación de la Política e incluso revertir decisiones previas en un lapso de tiempo algo más breve que lo normal. Por



todo ello, señala el señor Consejero, al hacer el balance se concluye que los riesgos de actuar son menores que los de esperar. Por lo demás, el alza bajo consideración es moderada, lo que por sí solo acota el nivel de los riesgos asumidos. En todo caso, agrega, la decisión de subir la Tasa debe ser explicada con claridad para evitar una sobrerreacción del mercado. Menciona que el comunicado debe señalar que esta decisión se adopta para prevenir los efectos de propagación del *shock* inflacionario ya materializado y para reafirmar el compromiso de traer la inflación de vuelta a un nivel en torno de la meta en el horizonte de política. Adicionalmente, indica, se debe mantener un sesgo completamente neutral hacia delante.

En suma, su voto es por subir la Tasa de Política Monetaria a 6%.

El Consejero señor Manuel Marfán agradece el análisis del staff.

Menciona el señor Consejero que en el ámbito externo esta vez no hubo sorpresas significativas en los principales precios de *commodities*, salvo marginalmente en los granos. Comenta que tampoco las paridades internacionales mostraron las fluctuaciones de los meses previos. Señala que lo más relevante, sin duda, es la mayor preocupación internacional acerca de los alcances de la crisis *subprime* especialmente en los Estados Unidos. Indica que las consecuencias financieras sobre el ciclo económico de los Estados Unidos y su eventual propagación y sobrerreacción de política, son todavía una incógnita, pero la percepción es que serán más profundas y prolongadas de lo que se preveía.

Comenta el señor Consejero que la economía chilena está en una posición particularmente sólida para enfrentar turbulencias financieras externas y el mercado internacional sigue distinguiéndonos con relativos bajos premios por riesgo respecto de otras economías emergentes.

En el ámbito interno señala el señor Consejero, las cifras preliminares del tercer trimestre confirman el menor dinamismo del crecimiento, y las proyecciones para el cuarto trimestre implican un cierre del año claramente dentro del rango proyectado en el último *IPoM*, pero en la parte inferior del mismo. Agrega que también las cifras del tercer trimestre muestran algún menor dinamismo de la demanda agregada, pero claramente menor que el que se preveía. Por su parte, el consumo privado, si bien crece menos que en el primer semestre, registra una diferencia significativamente menor que la que se esperaba hace un mes atrás.

Respecto a la inflación, señala el Consejero señor Marfán que el registro de noviembre volvió a mostrar una sorpresa asociada a un *shock* de oferta que en el escenario más probable debiera revertirse. Frente a la sorpresa del *shock* de oferta, la actitud ha sido hasta ahora de cautela; la preocupación para efectos de decisiones de política se ha centrado en eventuales efectos de segunda vuelta y posibles consecuencias sobre las expectativas de la inflación de mediano plazo. Al respecto, la evidencia muestra que hasta ahora los efectos de rezago no son superiores a los históricos, lo que confirma la hipótesis contenida normalmente en los escenarios base de proyección. Sin embargo, comenta, los indicadores de expectativas de inflación de mediano plazo, especialmente la compensación inflacionaria de los contratos financieros, han mostrado algún movimiento reciente. Agrega que no es posible todavía desentrañar si ese aumento se debe a expectativas más elevadas, o bien, a una prima de riesgo de inflación más alta.

Comenta el señor Consejero que las implicancias de política de uno y otro caso son distintas, pero en las actuales circunstancias, el Banco Central de Chile no puede permitir un desanclaje de expectativas y, por esa razón, que considera suficientemente poderosa, vota en esta ocasión por un aumento de 25 puntos base en la Tasa de Política Monetaria, pero dado



que se basa en un problema de anclaje de expectativas, el comunicado deberá reflejar que es ésta y no otra la razón de la decisión, si es que resulta ser mayoritaria.

Una explicación clara permitirá al mercado descifrar que esta decisión no implica un sesgo particular respecto de futuras decisiones y que, de ajustarse las expectativas, perfectamente podría revertirse en un plazo breve.

Señala el señor Consejero que desea añadir algunas observaciones. Primero, quiere hacer suyo el planteamiento que hizo el Gerente de Mercados Financieros Nacionales, señor Beltrán De Ramón, y lo quiere incorporar a su voto, especialmente porque lo identifica el énfasis en la forma de leer el tema de expectativas de inflación.

En segundo lugar, menciona que se está ad portas de presentar al Senado el próximo Informe de Política Monetaria y estima que allí se debiera ser especialmente claros respecto de cuáles son las implicancias para efectos de la *yield curve* y el empinamiento de la curva de Tasa de Política Monetaria cuando la fuente para las decisiones de Política Monetaria es un cierre de brechas, o que hay temor de un alza de expectativas, porque en ese caso es muy distinta la historia hacia delante que se puede contar. Por último, agrega el señor Marfán, que la función que al Consejo del Banco Central de Chile le compete, no tiene como objetivo metas cambiarias, pero no por ello es posible despreocuparse de las consecuencias que tiene sobre el tipo de cambio las decisiones que se tomen. A su juicio, cuando el riesgo que se enfrenta es de desanclaje de expectativas, es mejor actuar antes y preventivamente, porque de no hacerlo, el costo de tener que actuar más adelante significa mayores consecuencias, mayor volatilidad y probablemente, mayor desalineamiento sobre los precios relativos. En este sentido, agrega el señor Marfán, no le parece que una decisión de aumentar la Tasa de Política Monetaria en esta oportunidad, implique un efecto sobre el tipo de cambio de largo plazo.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux comienza agradeciendo el trabajo de la Gerencia de División Estudios.

Indica el señor Vicepresidente que en la última Reunión de Política Monetaria el comunicado planteó que la trayectoria futura de la Tasa de Política Monetaria dependería de la evolución que presentaran variables como el escenario internacional, por una parte, las brechas de capacidad y la evidencia en materia de propagación de los recientes *shocks* inflacionarios a otros precios y expectativas. Comenta que los desarrollos recientes en el plano internacional dan cuenta de un cuadro menos favorable de lo esperado, donde la probabilidad de una recesión en los Estados Unidos de América se ha elevado y la incertidumbre futura en materia de actividad y solidez del sistema financiero del mundo desarrollado se ha incrementado, lo que se traducirá, tarde o temprano, en un menor impulso externo para la economía chilena. Por otra parte, menciona el señor Vicepresidente, la evolución de la actividad en el plano interno en el tercer trimestre, da cuenta de una desaceleración que va más allá de los efectos observados en los sectores de recursos naturales, con lo cual las brechas de capacidad se habrían ampliado en dicho periodo. Indica que la evaluación del mercado laboral también apunta en la misma dirección. Por su parte, señala que es en este plano de creciente incertidumbre externa y brechas de capacidad que se ensanchan, que tiene lugar la sorpresa inflacionaria del mes de noviembre. Indica que nuevamente esta sorpresa obedeció esencialmente a factores específicos asociados a *shocks* de bienes perecibles y alzas de tarifas eléctricas. Al respecto, se podría agregar que las remuneraciones, si bien incrementaron su variación anual, observaron incrementos que no difieren mayormente de las cláusulas habituales de indexación, e incluso redujeron su velocidad de expansión en el margen.



Agrega el señor Vicepresidente que todos estos antecedentes avalan la percepción que se está enfrentando un *shock* de oferta en un marco de deterioro en el escenario internacional, y holguras de capacidad que se amplían en el plano interno, lo cual debiera inclinar la decisión del día de hoy, hacia la mantención de la tasa de política monetaria en espera de mayor información.

Sin embargo, señala el señor Vicepresidente que al igual que quienes le precedieron, estima que hay desarrollos y riesgos importantes que considerar, los cuales, en su opinión, inclinan la balanza en la dirección de aumentar la Tasa de Política Monetaria en el día de hoy. En primer lugar, menciona, que la elevada inflación anual que ha acumulado el país ha aumentado el riesgo de persistencia y propagación del *shock* inflacionario. Añade que todos los indicadores de tendencia inflacionaria que utiliza el Banco Central de Chile se han incrementado y a ello se agrega el hecho que la inflación de los servicios, cuya persistencia sabemos es mayor, se ha incrementado.

En segundo lugar, comenta que la Tasa de Política Monetaria se encuentra aún por debajo de diversas mediciones de la Tasa Neutral de Interés, con lo cual la Política Monetaria mantiene un sesgo expansivo.

En tercer lugar, a esto se agrega el hecho que los componentes más permanentes de la demanda interna, en especial el consumo, han mostrado un crecimiento elevado, revirtiendo la reducida expansión de septiembre y ello mientras la inversión mantiene su dinamismo. Indica que si bien, hasta ahora no se tiene evidencia de efectos de segunda vuelta, y las mediciones de expectativas de inflación se encuentran ancladas en torno a 3% a mediano plazo, el riesgo de que las actuales presiones inflacionarias comiencen a propagarse a otros precios o puedan desanclar las expectativas de inflación en el futuro, debe tomarse con mucha seriedad.

Agrega el señor Vicepresidente que desde esa perspectiva y considerando que la Tasa de Política Monetaria se encuentra aún en niveles considerados expansivos, un ajuste preventivo en esta ocasión, es la decisión más apropiada. Ello permitirá reafirmar el compromiso del Banco Central de Chile con la meta inflacionaria y así cautelar el capital de credibilidad que ha acumulado esta Institución.

Comenta el señor Desormeaux que sin duda el riesgo de esta decisión es que la evolución del escenario internacional pueda originar una desaceleración de la actividad en el plano interno, que requiera una reversión de la política monetaria en el futuro. Sin embargo, no cree que este riesgo contrapesa el de una mayor propagación de la inflación. En las palabras del Consejero Marshall, el riesgo de actuar hoy es menor que el riesgo de esperar. Por último, señala el señor Vicepresidente, el mercado espera la mantención de la Tasa de Política Monetaria para la Reunión de hoy, pero proyecta también un alza de ésta en 25 puntos base para el primer trimestre del próximo año. De este modo, un aumento de 25 puntos base en el día de hoy constituye meramente un adelantamiento de la decisión prevista para el primer trimestre de 2008 y, por lo tanto, no debiera tener un impacto mayor en el mercado financiero.

Por todo lo anterior, el señor Vicepresidente se inclina por un aumento de 25 puntos base, a 6%, en el día de hoy y comparte también la opción que varios han expresado, por un comunicado con un sesgo neutral.

4



El señor Presidente agradece al staff y recalca lo difícil que es la situación en que se encuentran.

Menciona que en el último mes se ha recibido un conjunto de noticias significativas, tanto del ámbito externo como interno, y de variadas implicancias sobre la Política Monetaria. Como ya se ha señalado y se discutiera esta mañana en varias intervenciones, el escenario externo se ha deteriorado. Menciona que aunque aún es un escenario benigno, el deterioro de las perspectivas de crecimiento mundial, así como la persistencia de desarrollos negativos en los mercados financieros, han aumentado de manera importante los riesgos negativos. Añade que aún cuando el esquema de políticas macroeconómicas provee una buena línea de defensa para absorber adecuadamente los *shocks* externos, no se pueden despreciar las potenciales repercusiones sobre la economía nacional.

En el ámbito de actividad, indica, las noticias recientes muestran que la economía está creciendo menos de lo esperado, y si bien la demanda sigue creciendo de manera importante, no se puede descartar que en los meses siguientes las holguras de capacidad aumenten. Aunque las noticias están aún dentro de rangos esperables, señala que en especial, dado que parte de la desaceleración se concentra en algunos sectores específicos, hay riesgos de una desaceleración más persistente y significativa.

Sin embargo, señala el señor Presidente, la sorpresa inflacionaria del último mes es, a su juicio, el principal riesgo que se enfrenta en la actual coyuntura. Los aumentos de la inflación subyacente, que si bien se espera se disipen a lo largo del próximo año, en particular hacia el segundo semestre, llama la atención sobre los riesgos de filtración de los *shocks* inflacionarios a otros precios, generando indeseados efectos de segunda vuelta y sobre expectativas.

En ese escenario, agrega el señor Presidente, la decisión de hoy día es particularmente compleja, pues los riesgos y novedades tienen diferentes implicancias sobre la política monetaria. Por lo tanto, el juicio que lleve a tomar la decisión de Tasa de Interés hoy día, debería ponderar las señales mixtas que se observan sobre las perspectivas inflacionarias. Agrega que se ha enfrentado esta situación antes, con una combinación de *shocks* inflacionarios con noticias negativas de actividad, pero en esta oportunidad los riesgos son particularmente altos.

Menciona que hay razones de peso que sugerirían cautela. En particular por las implicancias de un escenario de menor dinamismo de la actividad sobre la evolución futura de la inflación. No obstante, a su juicio el hecho de primera importancia es que la inflación, así como la mayoría de las mediciones de inflación subyacente, son elevadas, y hay riesgo de traspasos muy nocivos para el adecuado cumplimiento de la meta en el horizonte de política. Agrega que aún ese no es el caso, en particular dado que la evolución de los costos laborales unitarios se encuentra dentro de rangos coherentes con la convergencia de la inflación a 3% en un plazo de dos años, pero se debe mitigar el riesgo con la política monetaria.

Indica el Presidente señor De Gregorio, que en los meses venideros se debe ser particularmente cuidadosos en evaluar el impacto de la evolución de la inflación y de los costos, así como la evolución de la actividad, los cuales pueden tener implicancias contrapuestas sobre el curso de la política monetaria necesario para cumplir con la meta.





Agrega finalmente que, dado que en su opinión el mayor riesgo hoy día es que la inflación se propague más allá de lo razonable, cree que se justifica un alza de la tasa de interés de 25 puntos base. Si la economía estuviera en una senda de dinamismo como el que se preveía unos meses atrás, se podría pensar en un alza mayor, o en un sesgo hacia alzas de tasas futuras. En caso de esperar, se tiene el riesgo que, en el escenario más probable, haya que subir la tasa en el futuro y en caso que el panorama inflacionario se deteriore, puede ser necesario hacer un ajuste bastante más severo y costoso en el futuro. Pero, ese no es el caso y por ello le parece adecuada un alza de solo 25 puntos base y un comunicado sin sesgo, el cual provea la suficiente flexibilidad sobre el curso de la política monetaria orientado a cumplir con la meta de inflación.

Por tanto, el Presidente señor José De Gregorio señala que por unanimidad, el Consejo acuerda subir la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base a 6% anual.

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

116-01-071213 – Tasa de Política Monetaria.

En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile, por unanimidad de sus miembros, acordó aumentar la Tasa de Interés de Política Monetaria en 25 puntos base a 6% anual.

Comunicado

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

Esta decisión es necesaria para reducir los riesgos de propagación de la mayor inflación actual hacia costos y expectativas, de manera de asegurar que la inflación converja a 3% anual en el horizonte de política.

En el ámbito externo, los problemas y riesgos asociados a la crisis *subprime* se han intensificado y se prevé un menor dinamismo de las economías industrializadas. En otro plano, el precio del petróleo, si bien continúa elevado, disminuyó respecto de los altos niveles alcanzados hace un mes, mientras que el del cobre y los de varios productos alimenticios siguen altos, todos por encima de lo proyectado. Lo anterior configura un panorama externo relevante para la economía chilena que, aunque se mantiene positivo, presenta mayores riesgos de un escenario adverso.

En lo interno, la información disponible apunta a que el crecimiento de la actividad en el segundo semestre será menor que el proyectado en el último *Informe de Política Monetaria*, situación que va más allá del desempeño de algunos sectores específicos. Sin embargo, por el lado de la demanda interna, tanto el consumo como la inversión se mantienen dinámicos. El empleo asalariado sigue creciendo, aunque a tasas más reducidas, y las condiciones financieras internas no muestran cambios relevantes.

4



El Consejo estima oportuno señalar que la trayectoria futura de la TPM dependerá de la nueva información que se acumule y de sus implicancias sobre la inflación proyectada. De particular importancia para esto será el desarrollo del escenario internacional, la evolución de las brechas de capacidad y la eventual propagación de los recientes *shocks* inflacionarios a otros precios.”

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 18.00 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

JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDIVAR  
Ministro de Fe (S)

60