BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA Nº 117
celebrada el 10 de enero de 2008

En Santiago de Chile, a 10 de enero de 2008, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don José De Gregorio Rebeco y con la asistencia del Vicepresidente don Jorge Desormeaux Jiménez y de los Consejeros don Manuel Marfán Lewis, don Enrique Marshall Rivera y don Sebastián Claro Edwards.

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

Asisten también:

Gerente General, don Alejandro Zurbuchen Silva;
Subgerente General, don Leonardo Hernández Tagle;
Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldívar;
Gerente de División Estudios, don Pablo García Silva;
Gerente de División Política Financiera, don Kevin Cowan Logan;
Gerente de Mercados Financieros Nacionales, don Beltrán De Ramón Acevedo;
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 Asesor de Comunicaciones, don Luis Alberto Álvarez Vallejos;
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 indica que la fecha de la Sesión de Política Monetaria del mes de julio la dará a conocer en la Reunión de la tarde.

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 de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann señala que se presentó una caída significativa en las tasas de interés a largo plazo, particularmente en Estados Unidos de América en donde se enfrentan preocupaciones de desaceleración más acentuadas en las economías desarrolladas, y bajo este contexto se fortalecen las alternativas de nuevos recortes en las tasas *Fed Fund*, y agrega que el dólar vuelve a perder valor en los mercados internacionales. Asimismo, señala el señor Lehmann que se observa un aumento en la volatilidad de los mercados emergentes y un incremento en los premios soberanos.

En relación con los *commodities*, el señor Lehmann destaca el aumento del precio del petróleo, que se ubica algo por debajo de 100 dólares por barril y particularmente en el día de hoy en torno a 95 dólares. Agrega que la persistencia de esos precios lleva a una corrección significativa al alza de las proyecciones para los combustibles. Indica también que, el precio del cobre también se ha elevado.

Señala el señor Gerente de Análisis Internacional que respecto a indicadores de actividad, destacan en primer lugar el ajuste del mercado inmobiliario con caídas importantes en los precios de las viviendas, algo más de 6% de variación en 12 meses; y también las ventas de viviendas que han continuado ajustándose a la baja. Agrega que las ventas de las viviendas nuevas presentan caidas en 12 meses, en torno a un 30%.

En cuanto a expectativas de consumo, éstas se han deteriorado y la confianza de los consumidores ha caído conforme al indicador de la *Universidad de Michigan*, al igual que en el indicador del *Conference Board.* Menciona el señor Lehmann que el consumo personal todavía se mantiene en torno a 3% en 12 meses, pero su desaceleración debería acentuarse hacia delante, en la medida que los datos del mercado laboral se registren preferentemente bajos.

Comenta el señor Lehmann que en relación a los indicadores de actividad, por el lado empresarial, el indicador ISM para el sector manufacturero se ha ubicado por debajo del *pivot*, lo cual da cuenta que la actividad en dicho sector se ha desacelerado.

Por otra parte, indica el Gerente señor Lehmann que ha continuado el deterioro en los indicadores del mercado laboral. El desempleo ha subido de manera importante en los últimos meses y se ubica cerca del 5%, y agrega que en un solo mes se produjo un aumento de casi cuatro décimas.

Comenta también, que con respecto a la evolución del empleo, la tendencia en el semestre móvil muestra una reducción en términos importantes desde principios del año 2006.

Por otra parte, hace presente que en cuanto a la Zona Euro, los indicadores en general son mixtos, pero destacan particularmente aquéllos asociados a los indicadores de actividad en el sector empresarial, manufactureros y de servicios. Asimismo, señala que en Alemania, respecto a expectativas y en producción industrial, se observan señales negativas.

En el índice *Purchasing Managers Index* (PMI), se destaca que las economías de esa Zona han estado mostrando una tendencia hacia la baja, con algún movimiento muy marginal en el margen, en alguna economía en particular.

Asimismo, señala que en el PMI de servicios, también con una excepción, se aprecia una tendencia más bien hacia la baja, lo que está en línea con la expectativa de consumidores que se ha ido deteriorando y que es transversal en todas las economías.

En cuanto a Japón, señala el señor Gerente que se observan indicadores mixtos, y una visión algo más deteriorada a partir de la encuesta *Tankan.* Agrega que no obstante que el PMI manufacturero ha sido positivo, en general la tendencia de todos los indicadores es más bien hacia una desaceleración en esa economía, particularmente el indicador *Economics Watchers* para distintos componentes de la economía japonesa en que se observa una desaceleración, lo cual sería coherente con una activad más deteriorada hacia los próximos trimestres.

Indica el Gerente señor Lehmann que en el sector empresarial y de consumidores, las expectativas respecto al mercado laboral muestran claramente una tendencia hacía la baja. Comenta que esta información conforma un escenario, en términos de proyección mundial, que si bien no cambia respecto a las cifras de hace un mes atrás, muestra una visión más desacelerada respecto a lo que sucedió en el año 2007.

Por otra parte, señala el señor Lehmann que se tenía una paridad de poder de compra de un 4,8%. Sin embargo, advierte que esta cifra hacia fin de mes se modificará, debido a un cambio en los ponderadores del Fondo Monetario, lo que le daría una menor relevancia a China e India, y ello determinaría un crecimiento inferior de aproximadamente 5 décimas.

En cuanto a la inflación en Estados Unidos de América, ésta ha aumentado y por lo tanto, se trata de una materia de preocupación, puesto que el IPC se ubica sobre 4% y las medidas podadas que se han presentado en otras ocasiones muestran una tendencia hacia el alza y también en el caso del IPC *Core*. Agrega que desde el punto de vista de los deflactores del PCE, se observan movimientos hacia el alza y el indicador *Core* también está aumentando por sobre 2%.

El señor Lehmann agrega que en el caso de la Zona Euro, la inflación presenta movimientos hacia el alza en todos los indicadores. Señala que se observa un IPC algo por sobre el 3%, y el subyacente, si bien en el margen ha aumentado, se mantiene dentro del área *comfort* en torno al 2%. No obstante, los indicadores *headline* presentan cifras hacia arriba, en particular el IPP y el indicador de precios de alimentos, que están sobre 4% en 12 meses. Comenta que en el caso de Japón también se observan movimientos al alza en la inflación y el indicador *Core* se mantiene en el área inflacionaria, pero acercándose a una inflación en torno a cero. Por otra parte, los componentes totales así como la inflación de los alimentos están en torno a 7%, aproximadamente.

Hace presente asimismo el señor Lehmann, que la inflación por regiones muestra tendencias hacia el alza, y comenta que especialmente en América Latina este fenómeno se encuentra particularmente aumentado. Agrega que en el caso de Chile también se observa una tendencia hacia el alza, pero le parece que se trata de un fenómeno aparentemente global, que en parte puede estar asociado al precio de *commodities*, particularmente los granos y principalmente el trigo y maíz. Señala que en materia de productos básicos se observa que el precio del cobre ha aumentado; el precio del petróleo y de la gasolina han tenido un alza alrededor de un 10%, y también se observan movimientos hacia el alza en los precios de la celulosa y la harina de pescado.

Comenta el Gerente de Análisis Internacional que el cobre ha presentado una tendencia hacia el alza durante las últimas semanas, en un contexto de inventarios levemente bajos y una volatilidad levemente acotada. Agrega que el precio del petróleo ha aumentado de manera relativamente significativa y parte importante de este fenómeno está asociado a un contexto de menores inventarios. También indica que el precio del petróleo se encuentra en torno a 95 dólares el barril. Agrega que como ya se ha señalado en otras ocasiones, para obtener esta información se ha optado desde hace algunos meses por revisar los promedios de futuros a dos o tres años plazos, conforme al promedio de los diez últimos días hábiles.

En cuanto al aumento del precio de los granos, se han observado movimientos mixtos en el caso del trigo y el maíz. Agrega que el maíz ha aumentado, mientras que el precio del trigo ha tenido movimientos más bien erráticos, pero en temas de tendencias hacia la baja ello está asociado a información de carácter climático y también de superficies plantadas en las principales economías productoras.

4

En resumen, señala el Gerente señor Lehmann que en términos de proyecciones, se mantiene un precio del cobre en 2,95 dólares para el año 2008 y 2,50 dólares para el año 2009. En el caso del petróleo, se ha revisado al alza la proyección y también el precio internacional de la gasolina. Con respecto al precio del trigo, se aprecia un movimiento al alza en términos de proyección, mientras que el precio del maíz se mantiene relativamente estable.

En cuanto a las expectativas de Tasas de Política Monetaria, el Gerente señor Lehmann señala que el mercado se ha ido moviendo hacia una visión de tasas más bajas y de hecho, mayoritariamente el mercado anticipa que en la próxima reunión de la Reserva Federal del 30 de enero, se efectúe un recorte de 50 puntos base, y un 10% estima que pudiera haber un recorte de 75 puntos base.

Por otra parte, el señor Lehmann señala que las tasas a largo plazo en Estados Unidos de América, se han ajustado fuertemente, en especial la tasa de interés nominal para papeles a diez años, aproximadamente en 38 puntos base. Por su parte, indica el Gerente señor Lehmann que la tasa real se ha ajustado aproximadamente en la misma magnitud. Agrega que en Europa y Japón los movimientos han sido algo menores, derivados de expectativas de movimiento de tasa de política monetaria distintos en uno y en otro caso o por efecto de la evolución de la actividad algo más desacelerada en Estados Unidos de América que en el resto de las regiones. Indica que en particular en Europa, la tasa se ha ajustado en torno a 20 puntos base y en Japón en 4 puntos base.

Por su parte, comenta el Gerente de Análisis Internacional que las paridades muestran que el dólar ha continuado perdiendo valor, asociado fundamentalmente a la trayectoria que ha tenido el Euro y el Yen, no así en relación con la Libra Esterlina. Agrega que con respecto a otras monedas, se observan comportamientos mixtos, y que el peso chileno es el que muestra una mayor apreciación respecto a otras monedas. Indica que el peso mexicano se ha mantenido relativamente estable; que el real brasileño se ha apreciado también en algún grado al igual que el Dólar Australiano.

Señala el señor Lehmann que la volatilidad de los mercados ha tendido a aumentar en los últimos días como se observa en el comportamiento de las bolsas latinoamericanas. Agrega que el riesgo país ha aumentado en Argentina y en las economías más vulnerables, como el caso de Turquía. Indica que en el caso de Chile también ha existido un aumento, pero de carácter marginal.

El Presidente señor José De Gregorio ofrece la palabra para comentarios de la parte internacional.

Con respecto al comentario del Gerente de Análisis Internacional, acerca del cambio de los ponderadores que efectuará el Fondo Monetario Internacional en sus estadísticas, en que se otorgaría una menor ponderación a China e India, el Consejero señor Manuel Marfán consulta si este cambio en el ponderador afectaría la historia cambiaria hacia atrás. El Gerente de Análisis Internacional señala que efectivamente se producirá un cambio en la ponderación de las cifras pasadas.

En relación a lo anterior, el Presidente señor José De Gregorio comenta que por este efecto se espera un recorte de medio punto anual en el crecimiento mundial. en el período 2002 – 2007.

El señor Lehmann señala que efectivamente esta situación no tiene ningún impacto sobre el análisis que se realiza desde el punto de vista de la economía doméstica, por cuanto lo que se considera es el crecimiento ponderado del comercio con los principales socios comerciales.

El Presidente señor José De Gregorio consulta qué sucede con la diferencia de la ponderación entre las cifras antiguas y las nuevas que resulten de este cambio.

El Gerente señor Lehmann señala que efectivamente es importante la ponderación de las paridades del poder de compra, lo que significa una baja de China e India, derivada de la mencionada modificación, que tiene por objeto renovar y revisar las indicaciones de los precios internos de esas economías y también las de otros países.

En relación a los datos sobre expectativas de Tasas de Política Monetaria en Estados Unidos de América, que se obtienen a partir de los precios de opciones, el Consejero señor Manuel Marfán consulta si dichos precios que se utilizan para hacer esta medición no están contaminados por la crisis *subprime*, ya que se ha observado que existen tasas de interés que sí están contaminadas con ese fenómeno, como las de corto plazo.

El Gerente señor Lehmann, respondiendo al Consejero señor Marfán, señala que entiende que estos datos están relativamente limpios, pero no estaría en condiciones de afirmar que no pudieran estar en alguna medida afectados por ese fenómeno. Agrega que esta información de opciones se obtiene de indicadores fehacientes de lo que el mercado está anticipando y ello, además, es coherente con lo que están analizando los bancos de inversión en materia de movimientos de Tasas de Política Monetaria.

Sobre el particular, el señor Ministro de Hacienda señala que, en su opinión, aún cuando estos indicadores estuvieran contaminados estarían comparando dos informaciones que igualmente lo están. En consecuencia, si se toma la diferencia entre esas cifras, la variación será independiente del grado de contaminación que tenga, siempre que los factores sean simétricos.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García, señala sobre este mismo tema, que donde se produjo la mayor distorsión respecto de los datos fue en los momentos en que la Reserva Federal impulsó fuertemente hacia abajo la tasa *Fed Fund*, quedando muy por debajo de su tasa de objetivo y esa situación claramente se ha aminorado en estos meses.

El Vicepresidente señor Desormeaux señala que le llama la atención que a pesar de un diagnóstico de una inflación en alza en todas partes del mundo desarrollado, las tasas de interés están más bien bajando. Agrega que este hecho constituye una diferencia bastante grande con respecto a lo que sucede en el mundo emergente donde los movimientos de tasas sí van en dirección al alza.

El Consejero señor Enrique Marshall comenta que pareciera que las cifras que se presentan indican que los problemas de liquidez comienzan atenuarse. Agrega que hay un efecto de fin de año que se discutió en alguna ocasión, pero se aprecia una tendencia a las reducciones, lo cual constituye una buena noticia, ya que la mayor preocupación podría ser la existencia de una mayor incertidumbre o turbulencia en el mercado monetario.

Agrega el Consejero señor Marshall que surge al mismo tiempo el problema por el lado del riesgo de crédito porque los CDS empiezan a reaccionar. Comenta también que hay cifras para los riesgos corporativos de los Estados Unidos de América que también se observan al alza, y podría afirmarse que la crisis de liquidez comienza a centrarse más en la parte de solvencia, por lo cual en definitiva resulta una buena señal. Asimismo, señala que es mucho más preocupante la existencia de turbulencias en los mercados monetarios, ya que reflejan una incertidumbre muy generalizada y comprometen el funcionamiento de los sistemas bancarios.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García señala que el tema bursátil ha sorprendido por su magnitud. Con respecto a la valorización de la moneda local, si se toma en cuenta la apreciación del peso con respecto a la caída del dólar, puede que sea menos dramática. Por otra parte, señala que no hay datos hasta ahora de la recomposición del portafolio hacia la UF que también podría estar operando en Chile, en el sentido que hay antecedentes que se han liquidado fondos mutuos accionarios y que se están trasladando a inversiones en UF.

El Presidente señor José De Gregorio indica que en la reunión del Banco Internacional de Pagos, se señaló que se apreciaba un escenario central más bien benigno. También comentó el señor Presidente que le llamó la atención el comentario del Presidente del Banco Central de China que veía toda esta situación como algo positivo, ya se trataría de una corrección de desequilibrios globales.

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

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Magendzo señala que en los últimos meses del año 2007 la inflación anual del IPC continuó aumentando por sobre lo esperado, acercándose a 8% anual. Al incremento que mostraron los precios de los alimentos entre el segundo y el tercer trimestre del año pasado, y que había elevado la inflación por sobre 5% anual, se agregó una nueva alza de los combustibles y de las tarifas eléctricas y una reversión menor que la esperada en los precios de algunos alimentos. Agrega el señor Magendzo, que el crecimiento de la actividad perdió dinamismo en el segundo semestre, a la vez que el panorama internacional se ha vuelto menos auspicioso y más incierto, aunque los términos de intercambio permanecen altos. Agrega que se avizora un escenario en que en el corto plazo la inflación anual seguirá aumentando, pero con indicios de presiones inflacionarias acotadas en el mediano plazo, a las que se agrega un escenario internacional cuyos riesgos adversos han aumentado de manera significativa.

Menciona el señor Magendzo que como forma de prevenir el riesgo que la mayor inflación afecte la formación de expectativas de mediano y largo plazo y se propague hacia otros precios y costos más allá de lo habitual, la política monetaria se ha ajustado, aumentando la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base en los meses de septiembre y diciembre, respectivamente, hasta llevarla a 6% anual.

Por otra parte, menciona el señor Magendzo que en el último año se han sumado un conjunto de *shocks*, en gran medida ligados a factores de oferta, cuya magnitud y simultaneidad ha llevado la inflación anual a valores muy por sobre el rango de tolerancia de la meta de inflación. Como se indicó en el mes de septiembre, en gran parte del año 2007 se verificó un incremento sostenido de los precios internacionales de algunos alimentos, con alta incidencia en los precios internos. Hace presente también que a esto se agregó el efecto de las heladas locales en los precios de las frutas y verduras frescas, que provocó que a fines del tercer trimestre, tanto en la inflación total como sus medidas subyacentes —IPCX e IPCX1— se anotaran tasas de crecimiento anual por sobre 5%. Por otro lado, menciona el señor Gerente de Análisis Macroeconómico que en los últimos meses el precio del petróleo y sus derivados volvieron a subir inesperadamente. Agrega que se hizo más notorio el efecto en el costo de la electricidad debido al cambio en la matriz de generación eléctrica, la que se desplazó hacia fuentes más caras que la hídrica. Menciona además, que los precios de algunos alimentos, en particular los perecibles, tuvieron una reversión menor que la esperada.

Como consecuencia de lo anterior, el señor Gerente de Análisis Macroeconómico hace presente que a fines del año 2007, la inflación anual del IPC se acercó a 8%.

Por otra parte, el señor Gerente de Análisis Macroeconómico señala que la magnitud de los *shocks* de oferta se aprecia al comparar el inusual incremento que registraron ciertos precios el 2007, con su aumento promedio de esta década. Asimismo, agrega que los precios de los alimentos no perecibles aumentaron cerca de 15% anual en el año recién pasado, lo que contrasta con un aumento promedio algo menor del 2% entre los años 2000 y 2006. Por otra parte, indica que el precio de las frutas y verduras frescas, aún considerando años de altos precios, como lo fueron el 2002 y el 2005, cayó casi 2% promedio entre los años 2000 y 2006. Agrega que el año 2007 aumentó algo más de 30%. Señala que la tarifa eléctrica afectada por el alza de sus costos, aumentó 22% promedio en el año, casi el doble si se considera la tarifa vigente a diciembre de 2007, comparado con un aumento de menos de 6% promedio entre los años 2000 y 2006. Hace presente también que el aumento del precio de los combustibles, aunque fue sólo algo mayor que el observado en los últimos años, fue sorpresivo, toda vez que la expectativa mayoritaria de los distintos agentes del mercado apuntaba a un leve descenso. Explica el Gerente señor Magendzo que debido a estos hechos, la inflación que se acumuló durante el año 2007 fue entre cinco y seis puntos porcentuales. Asimismo, hace presente que una parte importante de los precios registró cambios en línea con su tendencia de los últimos años y otros, en especial la tarifa del transporte público en Santiago, que descendió a comienzos de 2007, tuvieron una incidencia negativa en la inflación anual.

Indica el señor Magendzo, que en el segundo semestre de 2007, la actividad creció a una tasa menor que en el primer semestre y que lo previsto en septiembre, en parte importante por *shocks* específicos. En particular, destaca el señor Magendzo la acentuación de la caída del valor agregado del sector eléctrico, dada la menor disponibilidad de recursos hídricos para la generación eléctrica, en un contexto de escasa disponibilidad de gas natural y elevados precios del petróleo y sus derivados. Este cuadro provocó un aumento importante en los costos de la electricidad y en las tarifas que pagan hogares y empresas. Comenta que aunque es difícil cuantificar con exactitud su impacto, el mayor costo de la energía ha sido causante en parte del menor dinamismo en la industria. Agrega, que en todo

caso estos mayores precios de la energía, coherentes con las condiciones que se enfrentan en materia de abastecimiento energético, proveen los incentivos para las inversiones que se prevén en el sector. Señala que como consecuencia de lo anterior, se estima que en el 2007 el PIB creció un 5,2% anual. Asimismo, la demanda interna siguió aumentando sostenidamente, apoyada en la inversión y el consumo privado.

Por su parte, señala el señor Magendzo, que en el año 2008 el escenario base de proyección, considera que el PIB aumentará entre un 4,5% y 5,5%. Agrega que la demanda interna crecerá a una tasa inferior que la de los años recientes, aún por sobre el incremento de la actividad. También menciona que el consumo reducirá su crecimiento por el efecto algo rezagado del aumento de la inflación, sobre el ingreso real y un escenario externo menos favorable. Menciona asimismo, que este menor dinamismo del ingreso se dará además en un contexto de atenuación del crecimiento del crédito y del empleo. Indica el señor Gerente que el desarrollo normal del ciclo del crédito de consumo, considerando el grado de penetración que ha alcanzado en la población, constituye un factor que difícilmente estimulará el consumo ante un ingreso menos dinámico. Hace presente también que el aumento del gasto fiscal, tenderá a mitigar a un nivel agregado, debido a la pérdida de dinamismo del ingreso privado. Comenta que esta proyección, no obstante, tiene una alta incertidumbre porque el consumo podría ser más persistente que lo previsto en línea con su comportamiento de los últimos años, pero también podría caer con una fuerza mayor que la anticipada.

Manifiesta el señor Gerente que el escenario base supone que durante el año 2008, no habrá cambios relevantes en los envíos de gas natural argentino, ni en las condiciones hidrológicas respecto de 2007. Agrega que los riesgos en este ámbito son especialmente importantes por las implicancias sobre la actividad y la inflación en un escenario de tarifas eléctricas aún mayor y/o menor disponibilidad de la energía. Le parece que un escenario en que estos costos vuelven a aumentar, tendría implicancias relevantes en la actividad de la industria y de otros sectores económicos.

Por su parte, señala el señor Magendzo que las expectativas de inflación de corto plazo han aumentado en los últimos meses, aunque a plazos mayores siguen ancladas en torno a 3% anual. El crecimiento anual de los salarios nominales no ha mostrado mayores cambios luego del aumento de mediados de 2007, y se estima que su variación sigue siendo coherente con las cláusulas de indexación habituales y la evolución del mercado laboral en los últimos años. Asimismo, señala que los costos laborales unitarios crecen a tasas anuales que están en línea con la meta de inflación.

Hace presente también el señor Gerente, que el escenario base considera que la inflación anual del IPC seguirá aumentando en el curso del primer trimestre de este año, manteniéndose durante todo el año 2008 por sobre el rango de tolerancia, en parte como respuesta al incremento reciente del precio del petróleo y el reajuste rezagado de las tarifas eléctricas, pero también porque algunos precios indexados tendrían aumentos importantes. Por otro lado, y considerando que entre los meses de junio y diciembre de 2007 se dio la mayor concentración de altas variaciones mensuales del IPC, y que en ese lapso se acumuló una inflación de 5,8%, es esperable que a partir de mediados de 2008 la inflación anual del IPC comience a converger hacia la meta, entrando en el rango de tolerancia hacia principios del año 2009 y fluctuando en torno a un 3% durante ese año y hasta fines del horizonte de proyección, es decir, entre el último trimestre del próximo año y el primero de 2010.

Agrega el señor Magendzo que la inflación anual del IPCX1 se mantendrá en niveles inferiores a los de la inflación total en los próximos meses, pero su convergencia hacia un 3% será más lenta que la del IPC. Lo anterior, porque la inercia inflacionaria es mayor en los precios incluidos en el IPCX1 que en aquéllos que no son parte de este índice, como las frutas y verduras frescas. Así, se prevé que la inflación anual del IPCX1 alcanzará a un 3% sólo hacia fines del horizonte de proyección relevante.

Menciona el señor Gerente que en el escenario de proyección también se considera que el nivel que ha alcanzado la inflación no se propagará al resto de los precios, más allá de la habitual inercia inflacionaria. Supone también que en los trimestres venideros los salarios nominales crecerán a tasas anuales mayores que las actuales, y que a mediano plazo dichas tasas descenderán. Todo lo anterior, en respuesta principalmente a la indexación y al rezago con que ésta opera. No obstante, indica que no puede descartarse que la propagación sea distinta de la prevista. Por ejemplo, un escenario en que la alta inflación se traduzca en un crecimiento de los salarios mayor que el previsto, llevando a un incremento de los costos laborales unitarios incompatible con la meta de inflación. Agrega también, que podría suceder que la propagación termine siendo incluso menor que la histórica, considerando la transitoriedad de los *shocks*. Con todo, estima que el Consejo, como es habitual, seguirá con atención la evolución de las expectativas de inflación, manifestando que la confianza en el cumplimiento de la meta inflacionaria es clave en la dinámica de precios. Además, reafirma que tal como ya lo ha hecho, el Consejo adoptará las decisiones necesarias para reducir los riesgos de que la mayor inflación actual se propague más allá de lo habitual hacia los costos, de manera de asegurar que la inflación converja a un 3% anual en el horizonte de política.

Manifiesta el señor Magendzo que, en su opinión, las presiones de costos importados no será una fuente relevante de cambios en la inflación en los próximos dos años. Agrega el señor Gerente que la incertidumbre de este supuesto aumenta por las dudas sobre la evolución del escenario externo. Señala además, que no es posible descartar que ante una desaceleración mayor que la anticipada en el crecimiento mundial, los precios internacionales de las materias primas, en especial alimentos, cobre y petróleo, tengan caídas importantes, además de llevar a una menor demanda por las exportaciones chilenas. Le parece que este escenario tendría como contrapartida un aumento del tipo de cambio junto con una eventual incidencia negativa sobre el crecimiento económico, con un efecto neto en la inflación difícil de estimar, que dependerá además del tamaño de las holguras. Hace presente también que no se puede descartar que como ha sido la tónica del último tiempo, los precios de los alimentos y, en especial, del petróleo, se mantengan en niveles elevados o incluso vuelvan a aumentar.

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

En cuanto a lo señalado por el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Igal Magendzo en relación con las expectativas de movimientos futuros de la Tasa de Política Monetaria, el Consejero señor Manuel Marfán indica que si aumenta la incertidumbre es porque hubo un *shock* inflacionario que nos sorprendió. En su opinión, nadie sabe muy bien si se va ajustar rápido, si se va ajustar largo, si es que hay problemas de expectativas, o si se va a ajustar alguna vez. Agrega que si hay un cambio tan fuerte que aumenta el rango de posibilidades, existe mucho más incertidumbre. Se pregunta si no debería por esa sola razón aumentar la pendiente de la *yield curve* por un problema de riesgo de plazo. Al respecto indica, que en esas circunstancias preferiría estar más bien corto y penalizar el alargar, es decir, que no necesariamente ello debería leerse como que en promedio la Tasa de Política Monetaria va

a ser 6,5% a lo largo del año si es que también hay una prima de riesgo que pudiera haber cambiado respecto de la lectura anterior. Agrega que obviamente esa prima de riesgo está siempre a lo largo de toda la curva.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco señala que en el caso expuesto por el Consejero Marfán se está en presencia de un problema de *ceteris paribus* de dos factores en que no sabemos cuál es el que se está moviendo. Al respecto el señor Marfán señala que probablemente ambos se mueven y agrega que cuando dice que lee las cortas, tiene una confianza mucho mayor en que probablemente ello está reflejando un aumento de tasas a corto plazo más que un problema de prima de riesgo. Agrega que él prefiere quedarse con la UF porque en ese escenario elimina el riesgo de inflación y que por ello paga una prima de riesgo que se manifiesta en una tasa en UF más baja y en una tasa nominal más alta. En tal caso, ello no constituye necesariamente un aumento de expectativas de inflación, sino un problema de riesgo de inflación y no de liquidez.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García señala que efectivamente todas las medidas financieras están afectadas por primas que deben suponer que los agentes son todos neutrales al riesgo, lo que no es razonable. Agrega que existe el problema de que no se sabe cómo medir, lo que también puede reflejar no sólo incertidumbre respecto a la inflación sino que también respecto a la Tasa de Política Monetaria del Banco. Agrega que por esa misma razón, cuando se evalúa lo que piensa el mercado o las expectativas privadas, se analizan un conjunto de medidas, y sin centrarse exclusivamente en ésta. Agrega que si esta medida se mal interpreta literalmente respecto a la evolución de la Tasa de Política Monetaria, es la que más ha subido del conjunto de medidas disponibles. Indica que es verdad que ese conjunto de medidas también muestran incrementos de las expectativas de la Tasa de Política Monetaria más adelante, y que las magnitudes obviamente pueden discutirse producto de estos fenómenos, pero que el hecho concreto es que esas expectativas han subido.

El Gerente de Mercados Financieros Nacionales señor Beltrán De Ramón comparte lo señalado por el Consejero señor Marfán, pero agrega que dado que la Política Monetaria es nominal, se debería esperar que los premios mencionados estuvieran en la parte corta de la curva en UF, más que en la parte corta de la curva nominal.

En relación con lo señalado sobre los créditos bancarios a las empresas, el Consejero señor Enrique Marshall hizo presente que le parece importante conocer la razón para que aparezcan aumentando, e indica que ello podría ser solamente un efecto inflacionario.

Sobre el particular el Gerente de División Estudios señor García señala que habría que distinguir dos aspectos. Uno, es cómo se quiere presentar la información y que para ello hay que tener un estándar. Lo segundo, y que le parece la pregunta más interesante, es respecto a su implicancia. Agrega que, por ejemplo, si se está observando que el crédito hipotecario en UF estaría creciendo al mismo ritmo que se observa y que el precio de compra es el mismo, pero a un costo mayor, no necesariamente debe concluirse de ello que se está otorgando una mayor facilidad para obtener financiamiento para la vivienda.

El Gerente señor De Ramón indica sobre esta materia que este año se retorna a tasas de crecimiento históricamente altas, con una pequeña baja en los créditos de consumo no bancarios durante el 2006 y que se retoma en el 2007, pero que en el efecto total sumado el no bancario, hay una desaceleración de los créditos de consumo.

Con respecto al Tipo Cambio Multilateral, el Consejero señor Marfán señala que se debería sacar a todos los países que están atados al dólar y que están haciendo un esfuerzo por mantener su paridad respecto a dicha moneda, como también a los países dolarizados como Ecuador, El Salvador y otros. Señala que lo interesante es determinar dónde se está haciendo la contrapartida del ajuste de la depreciación del dólar. En tal escenario, se dice que Chile está más bien dentro de los países que han hecho menos ajustes.

El Presidente señor De Gregorio señala que si respecto del Dólar Chile se está apreciando, respecto del tipo de cambio multilateral se mantiene constante, pero en promedio con respecto al Euro y el Yen debería estar depreciándose en todo este período. Indica que esta información deberá continuar analizándose.

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 117.

El Presidente señor José De Gregorio informa que la Sesión de Política Monetaria del mes de julio de 2008, será el jueves 10 de ese mes.

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

El Gerente de División Estudios señala que en la última Reunión de Política Monetaria, el Consejo decidió aumentar la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base, decisión que se motivó en la necesidad de prever una propagación indeseada de los *shocks* inflacionarios recientes a los precios de otros bienes y a las expectativas de inflación.

Indica el señor García que desde la Reunión anterior, las principales noticias que se han acumulado son las siguientes:

- En el ámbito internacional, los indicadores del mes dan cuenta de un panorama más debilitado para la economía mundial, reflejado en las cifras efectivas de Estados Unidos de América y en las expectativas de consumidores y empresas de las principales zonas económicas.

- Frente a las turbulencias financieras recientes, el consumo en Estados Unidos de América hasta ahora se ha ajustado solo moderadamente, y se espera que su crecimiento se reduzca más marcadamente a futuro.

- Los precios de los *commodities* siguen altos, entre los que destacan el precio del petróleo que se ubica en casi US$ 100 el barril y el del cobre, que se ha sostenido nuevamente por sobre los US$ 3 la libra.

- Los principales mercados bursátiles han mostrado correcciones relevantes en el curso de las últimas semanas.

- Las tensiones financieras en los mercados interbancarios globales no se han acentuado. El riesgo de iliquidez de fin de año se evitó con las intervenciones anticipadas y coordinadas de los bancos centrales de los principales países desarrollados.

- La preocupación por una desaceleración más pronunciada de lo anticipado en el crecimiento de Estados Unidos de América ha fortalecido las expectativas de relajamientos adicionales en la política monetaria de esa economía. De hecho, las tasas de interés de largo plazo, especialmente en Estados Unidos de América, han caído de manera significativa.

- Este escenario se ha configurado a pesar que la inflación en el mundo continúa siendo motivo de preocupación, con sorpresas inflacionarias recientes en muchas economías desarrolladas y emergentes.

- En Chile, las principales novedades han sido una muy significativa sorpresa inflacionaria y un ritmo de actividad económica algo superior a lo esperado.

- Con esto, la estructura de tasas en pesos y en UF se ha alterado de manera importante en los últimos días, con trayectorias implícitas *forward* para la inflación y la Tasa de Política Monetaria superiores a las observadas hace un mes. Otros indicadores de expectativas privadas han reaccionado de forma más tenue. El peso ha mostrado una apreciación relevante en los días recientes.

Comenta el Gerente de División Estudios señor Pablo García que adicionalmente, esta Reunión de Política Monetaria coincide con la preparación del *IPoM* de enero, el cual contiene como elementos principales un importante incremento en la proyección de inflación anual de corto plazo, que se refleja en una variación proyectada sobre 7% del IPC promedio durante el año 2008. Sin embargo, indica que se prevé que la inflación anual alcanzará el rango de tolerancia hacia principios del 2009.

Señala el señor García que estas proyecciones son coherentes con un ritmo de expansión económica cercana a la tendencia, así como con una gradual normalización de la expansión de la demanda interna. Además, se contemplan aumentos adicionales de la Tasa de Política Monetaria en los próximos trimestres, cuyo grado de transitoriedad dependerá de la velocidad del retorno de la inflación hacia la meta, considerando una Tasa de Política Monetaria neutral de mediano plazo de 6%.

-4

Agrega el señor García que dados los antecedentes acumulados desde la última Reunión de Política Monetaria, se considera que las opciones más plausibles para esta ocasión corresponden a un incremento de la Tasa de Política Monetaria de 25 puntos base, similar a los efectuados en circunstancias anteriores, o un incremento mayor de 50 puntos base.

Manifiesta que la opción de considerar un aumento de la Tasa de Política Monetaria en esta ocasión, se justifica fundamentalmente por el escenario macroeconómico contenido en el Informe de Política Monetaria que está en proceso. En particular, las perspectivas de inflación para los próximos trimestres se han modificado de manera significativa respecto, tanto del *IPoM* de Septiembre, como de las consideradas en la Reunión de Política Monetaria anterior, revelando que el diagnóstico de la Gerencia de División Estudios es que las sorpresas inflacionarias de los últimos meses tendrán una persistencia mayor que la anticipada en los registros anuales de inflación venideros. En este contexto, indica que un incremento de la Tasa de Política Monetaria es el mecanismo mediante el cual la política monetaria permite que la inflación del IPC retorne a la meta dentro del horizonte habitual de política.

Manifiesta el señor Gerente de División que la mantención de la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual no se justifica, puesto que en el escenario más probable ello conllevaría a aumentos posteriores, probablemente más agresivos de forma de lograr cumplir con la meta de inflación. Asimismo, señala que la significativa magnitud y persistencia de la desviación de la inflación con respecto al rango de tolerancia, implica que la mantención de la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual, aumenta el riesgo que la convergencia de la inflación al rango meta se materialice más allá del horizonte de política monetaria, lo que sería incongruente con la forma como el Banco Central de Chile ha decidido implementar su política monetaria de metas de inflación.

Indica el señor García que solo en el caso de que se tuvieran antecedentes firmes que se producirá un deterioro cíclico significativo en los próximos trimestres, fundamentalmente provocados por el impacto de un escenario global menos favorable, se podría sugerir una mantención de la Tasa de Política Monetaria a la espera de más antecedentes, pero señala que en las discusiones internas y en la evaluación del *IPoM*, esta eventualidad aún parece acotada. Indica que además, en caso de materializarse este escenario internacional deteriorado, la Tasa de Política Monetaria podrá reaccionar, debido a que un incremento en esta ocasión no inhibe acciones futuras en otra dirección, si las circunstancias así lo ameritan.

Agrega el señor García que un incremento de 25 puntos base probablemente sea el adecuado para enfrentar el escenario de mayor inflación contenido en el *IPoM*. De hecho, señala que un incremento de esta magnitud permite estar a la espera de mayores antecedentes respecto de la marcha de la economía mundial y su eventual efecto en economías emergentes y en Chile. Sin embargo, señala que en la configuración de riesgos al escenario base, sigue estando presente, con mayor relevancia que en meses anteriores, la necesidad de evitar que la propagación de las sorpresas inflacionarias recientes se manifieste excesivamente en precios y costos futuros, lo que puede sugerir una instancia de política monetaria más restrictiva que solo un incremento de 25 puntos base. De manera similar, aunque aún no se perciben antecedentes al respecto, una aceleración salarial excesiva, desencadenada por la elevada inflación reciente, también podría poner en cuestión la convergencia inflacionaria en el mediano plazo. Indica el señor García que esta eventualidad podría acotarse con un incremento mayor de la Tasa de Política Monetaria.

Finalmente, menciona el Gerente de División señor García que no se estima que haya evidencia concluyente que las expectativas de inflación privadas de largo plazo se hayan alejado de la meta. Señala que si bien las compensaciones inflacionarias *forward* a partir de contratos *swap* peso/UF muestran un aumento relevante en períodos más allá del horizonte de proyección, así como un efecto amplificado de la sorpresa de diciembre en plazos cortos, es probable que estos fenómenos obedezcan a una recomposición de portafolio y mayores primas asociadas a la volatilidad de los precios y no a un cambio genuino en las expectativas de inflación de largo plazo. De hecho, medidas alternativas de expectativas han reaccionado de manera más transitoria y moderada a las noticias.

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

El Presidente señor José De Gregorio ofrece la palabra al Gerente de Investigación Económica señor Klaus Schmidt-Hebbel.

El señor Schmidt-Hebbel comenta que a la luz de las novedades sobre el desarrollo de la crisis *subprime* antes de la Reunión de Política Monetaria de diciembre de 2007, recomendó mantener la tasa en dicha reunión. Señala que desde la Reunión anterior, ha habido novedades marginales en el desarrollo de dicha crisis, que apuntan a un deterioro muy moderado de las perspectivas de la economía mundial, lo que contrasta con la brutal novedad en materia inflacionaria, reflejada en la variación de 0,5% de diciembre en el IPC total. Indica que con ello, la inflación del IPC en 12 meses cerró en 7,8% en el año 2007. Manifiesta el Gerente de Investigación Económica que esta desviación absoluta respecto del centro del rango meta no tiene precedentes en la historia del esquema pleno de metas de inflación en Chile. Más aún, este aumento de la inflación, comparada con la inflación del año precedente, o respecto de la meta de 3%, es el mayor incremento anual de inflación de entre las 29 economías desarrolladas y emergentes, respecto de las cuales el Banco Central de Chile realiza un seguimiento continuo. Indica que esta desviación de la meta, 4,8%, o respecto del registro del año 2006, 5,3%, supera con holgura al segundo y tercer país con los mayores *shocks* inflacionarios, que son China, más 4,1 %, y la República Checa, más 3,6%. Agrega que igual récord mundial se mantiene si se realiza la comparación internacional con las medidas de IPC subyacente entre los años 2006 y 2007.

Comenta el señor Schmidt-Hebbel que el error de proyección de la variación del IPC de diciembre fue de 0,66 puntos porcentuales, similar al del mercado, lo que constituye el mayor error de predicción de inflación mensual, a un mes plazo, en la historia de proyecciones de corto plazo del Banco Central de Chile. Indica que este error de predicción, que destaca por su magnitud, se agrega a errores de proyección del mismo signo durante buena parte del año 2007. Por lo tanto, ha motivado una cuidadosa revisión de las proyecciones de corto plazo de la Gerencia de División Estudios para los siguientes seis meses. Indica que estas correcciones se reflejan en aumentos de entre 1,7% y 1,9% en las proyecciones de inflación en 12 meses para los meses de marzo, abril y mayo de 2008, también sin precedentes en la experiencia reciente del Banco. Señala el señor Gerente que para el mes de marzo se proyecta una inflación IPC en 12 meses de 9,3%. Por lo tanto, considerando la misma incertidumbre implícita en la distribución representada por el *fanchart* de la proyección a un trimestre publicada en el *IPoM* de septiembre, la proyección punto de 9,3% llevaría asociado un 10% de probabilidad o más que se alcance un 10% de inflación anual en el mes de marzo. Señala que las proyecciones de inflación de corto plazo en ítems afectados por cláusulas de reajustabilidad,

4

revisadas en detalle en la Reunión de la mañana, incluyen aumentos significativos en bienes y servicios afectados por reajustabilidad pasada.

Indica el Gerente señor Schmidt-Hebbel que las compensaciones inflacionarias se han elevado en forma significativa. Sin embargo, subsiste aún una diferencia entre las menores expectativas de inflación de mercado y las mayores proyecciones de inflación del Banco Central de Chile, lo que constituye un elemento preocupante, ya que envuelve correcciones hacia arriba en compensaciones inflacionarias y en la curva *forward* de la Tasa de Política Monetaria.

Sopesando las novedades marginales sobre la economía internacional con la novedad inflacionaria sin precedentes de diciembre y sus probables implicancias para la inflación futura, el Gerente de Investigación Económica sugiere elevar la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base, e indica que en ausencia del riesgo de un debilitamiento severo de la economía mundial, no dudaría en recomendar un alza de 50 puntos base.

El señor Presidente ofrece la palabra al Gerente de Mercados Financieros Nacionales señor Beltrán De Ramón Acevedo.

Indica el señor De Ramón que concuerda con la Gerencia de División Estudios que las alternativas plausibles son subir la Tasa de Política Monetaria en 25 ó 50 puntos base en esta Reunión de Política Monetaria.

Señala que se referirá a la evaluación que los agentes privados tienen de la capacidad del Banco Central de Chile para llevar a la inflación al rango de la meta en el horizonte de política. Indica que las compensaciones inflacionarias para el 2008 están en 4,50% y que las *forward* del año 1 al 10 se ubican en torno a 3,80% si se consideran los SPC y algo más baja si se derivan de los bonos del Banco Central de Chile. No se puede pensar que los agentes están derivando una inflación de 3,80% por los próximos 10 años. Esto se origina en una tendencia del mercado a comprar instrumentos en UF en todos los plazos y por la poca profundidad de este mercado en los tramos cortos. Por ello, es posible observar *forward* 5x5 tan altas.

Sin embargo, señala el Gerente de Mercados Financieros Nacionales señor De Ramón que si bien es discutible el nivel de las compensaciones inflacionarias, no se puede obviar su tendencia al alza, lo que se refleja también en las distintas encuestas que muestran que los agentes estiman que la inflación va a demorar más de un año en volver a su nivel de meta, lo que incluso ha sido recogido hoy por la prensa. Indica que esta tendencia alcista, que ya lleva varias semanas, es un elemento de especial preocupación para el Banco Central de Chile y, como dice la Minuta de la Gerencia de División Estudios, un eventual desanclaje podría llevar a que el Banco Central de Chile actúe más agresivamente en los próximos meses.

Dado lo anterior, señala el señor De Ramón, se podría argüir que para mantener las expectativas a raya, un alza de 50 puntos base sin sesgo es suficiente, como forma de mostrar por segundo mes consecutivo, que el compromiso del Banco Central de Chile con la meta de inflación es instantáneo y sin contemplaciones. Señala que una decisión de estas características constituiría una sorpresa para la gran mayoría del mercado y probablemente, en un inicio, moderaría las expectativas de inflación hacia delante. Además, indica que si la coyuntura internacional se deteriora a futuro, ésta es la mejor oportunidad para hacer este cambio v/s dos alzas de 25 puntos base. Postergar para ser más moderados, podría ser tarde.

No obstante, manifiesta el señor De Ramón que hay que considerar que si se materializa esta alza de 50 puntos base y en los meses venideros la coyuntura económica impone realizar alzas adicionales, en algunos meses se podría estar mucho más arriba de la tasa neutral. Advierte el Gerente que en ese escenario, cada alza adicional sería percibida como algo transitorio que en algún momento debiera revertirse. Por otra parte, y tal vez lo más importante, como se proyecta que la inflación de los próximos tres meses estará sobre lo estimado por el mercado, si se materializan estas sorpresas positivas, subir hoy 25 puntos base da la posibilidad de seguir actuando haciendo cambios moderados.

Finalmente, en este balance de alternativas y habiendo argumentos igualmente válidos para una u otra opción, el Gerente de Mercados Financieros Nacionales señor Beltrán De Ramón recomienda subir 25 puntos base y no 50 puntos base. Sin embargo, y como contrapunto, indica que lo anterior sería una buena recomendación sí y sólo sí se comunica muy bien el sesgo por mayor inflación proyectada para los próximos meses. Indica que de particular importancia es lo señalado en la Minuta de la Gerencia de División Estudios y que puede ser este Comunicado muy difícil para formar expectativas.

El señor Presidente ofrece la palabra al Subgerente General señor Leonardo Hernández Tagle.

Señala el señor Subgerente General que no desea repetir todos los argumentos que se han presentado. Indica que comparte lo expresado por los Gerentes señores Schmidt-Hebbel y De Ramón, y que solo desea enfatizar que no comparte del todo la propuesta de la Minuta de la Gerencia de División Estudios en relación al rol que puede jugar el Comunicado, en particular no conducir las expectativas de inflación o la dirección de la Política Monetaria. Señala que el Comunicado sí puede ser importante en establecer la gran incertidumbre que hoy se enfrenta en materia de actividad hacia delante, todavía es temprano y no se sabe los efectos que habría en términos de actividad, en particular lo que ocurra con las economías externas. En ese caso, cree que podría resultar un poco prematuro subir más de 25 puntos base, puesto que se podría enfrentar, no a mucho andar, una fuerte desaceleración y, más aún, si es real lo que se argumentó en la Reunión de la mañana, que se espera una fuerte baja en las tasas de interés externas, se podría tener un elemento también deflacionario del tipo de cambio y por lo tanto, con la incertidumbre que se enfrenta a futuro en materia de actividad económica y una posible fuerte desaceleración, en su opinión cree que resultaría un poco arriesgado subir más de 25 puntos base ahora. Finalmente, indica el Subgerente General señor Hernández que habría que esperar cómo se va desentrañando el escenario.

El Presidente señor José De Gregorio, ofrece la palabra al señor Ministro de Hacienda don Andrés Velasco Brañes.

Comenta el señor Ministro tres puntos que no se sabían treinta días atrás. El primero, tanto el nivel como la persistencia de la inflación son sorprendentes y preocupantemente más altos. El segundo, la situación internacional es, a su juicio, y aquí disiente marginalmente con lo que decía el Gerente de Investigación Económica señor Klaus Schmidt-Hebbel, bastante peor de lo anticipado, en cuanto a la actividad en Estados Unidos de América y en otros mercados y a las perspectivas en el precio del petróleo. El tercero, que ha habido un ajuste en Chile en el tipo de cambio nominal y real y que por primera vez desde que asiste a estas Reuniones, les ha llevado a afirmar que se está con un tipo de cambio real fuera del *comfort zone*, cuyos orígenes son misteriosos, pero no por ello deja de

creer en la existencia de ese rango, y eso tiene implicancias para la actividad y para la inflación, en el primer caso malas, en el segundo caso buenas. Frente a la decisión sobre el curso de acción aconsejable, señala que su postura es la que ya se ha expresado en esta Reunión. Ciertamente, hay que contribuir a moderar los efectos de segunda vuelta y las expectativas subiendo la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base. Indica el señor Ministro de Hacienda que dado el grado de incertidumbre, tanto de la actividad nacional como internacional, y dado lo que está sucediendo con el tipo de cambio, sería difícil explicar un alza de mayor magnitud, y ciertamente subir la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base deja espacio para tomar acciones y/o mandar señales adicionales en el futuro, si es que efectivamente se tiene una persistencia de la inflación aún mayor de lo que hoy se está comprobando.

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

El Consejero señor Sebastián Claro agradece y felicita a la Gerencia de División de Estudios por el análisis de los antecedentes preparados para esta Sesión, que le ha parecido muy objetivo. Señala el señor Consejero que en su opinión, las circunstancias no son fáciles, tanto en la discusión del *IPoM*, la de esta Reunión y en las Opciones presentadas por la Gerencia señalada.

Indica el señor Consejero que los principales antecedentes que se aprecian desde la última Reunión son: i) un registro de inflación de diciembre bastante superior al esperado, lo que ha fortalecido el ya observado aumento en distintas medidas de expectativas de inflación, ii) un Imacec de noviembre dentro de un rango de tendencia, iii) noticias de los países desarrollados, especialmente Estados Unidos de América, que evidencian cierta desaceleración, y iv) no hay indicios de efectos financieros claros en el mundo emergente, cuyas proyecciones de crecimiento continúan inalteradas.

Por otra parte, menciona el Consejero señor Claro que la principal causa del fuerte aumento en la inflación parece ser un *shock* de oferta importante, lo que sugiere una respuesta cautelosa de política monetaria. Agrega que el grado de cautela tiene en su opinión, tres grandes componentes: En primer lugar, indica que el *shock* tiene un componente transitorio y puntual que no debería cambiar el curso de la Política Monetaria. En segundo lugar, menciona que las expectativas de inflación a diversos plazos han aumentado fuertemente en los últimos meses, y aunque estas medidas sean ruidosas, piensa que son bastante fundamentadas y consistentes, si no algo más bajas, con las proyecciones del Banco Central de Chile. Indica el señor Consejero que esto sugiere que la Tasa de Política Monetaria debe reaccionar para mantener el impulso-freno de la política monetaria en los niveles deseados. Menciona asimismo, que la reacción debe ser prudente, pero realista, y el tamaño y lo justificado del aumento en las expectativas de inflación a mediano plazo deben ser considerados. Señala el señor Consejero que existe un tercer elemento que vale la pena considerar, y que se refiere a que las condiciones actuales sugieren una Política Monetaria neutral, o por lo menos no expansiva. Comenta que desconoce la estructura de la tasa neutral, aquella que no genera presiones sobre la demanda agregada, pero sí existe evidencia que sugiere que la Política Monetaria está siendo expansiva, y no todo lo contrario. Por un lado, señala el señor Consejero que desde fines del año 2006, la tasa real de Política Monetaria ha caído de manera importante, y los aumentos de Tasa de Política Monetaria desde mediados del año 2007 habrían reducido el impulso, pero solo parcialmente, en parte fruto del *shock* inflacionario observado. Agrega el señor Consejero, que la estructura de tasas reales es similar a la observada a mediados del 2007, especialmente en su parte corta de 0 a 2 años. Por su parte, el crédito hipotecario continúa creciendo fuertemente, aunque el de consumo muestra una tendencia a desacelerarse.

Por otra parte, menciona el señor Consejero que existen consideraciones comunicacionales relevantes que hay que tomar en cuenta, y que le parece están bien discutidas en la minuta preparada por la Gerencia de División Estudios. Señala además, que una de esas consideraciones, a la cual le atribuye mayor preponderancia, es el clarísimo compromiso del Banco Central de Chile con la meta inflacionaria.

Indica el Consejero señor Claro que con todo, y considerando las perspectivas de crecimiento para los próximos dos años en torno a su tendencia, es partidario de un alza de la Tasa de Política Monetaria de 50 puntos base. Agrega que como argumentó anteriormente, piensa que la Política Monetaria no estaría siendo contractiva en un contexto de *shocks* de oferta, sino más bien la considera una normalización en un contexto de *shocks* inflacionarios importantes.

Sin embargo, expresa que estaría dispuesto a sumarse al voto de la mayoría, en caso que se apruebe la opción de subir la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base, en la medida que el Comunicado contenga un sesgo al alza.

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 han reafirmado la complejidad del cuadro que se enfrenta. Indica que si bien se enfrenta esta Reunión al término de un ejercicio completo de proyecciones en la preparación del *IPoM*, los grados de incertidumbre que permanecen son elevados.

Indica el señor Consejero que el escenario externo se ha debilitado y los riesgos han aumentado. Agrega que las perspectivas, con matices y diferencias entre países, apuntan en la dirección de un menor crecimiento y de una mayor inflación. Comenta el Consejero señor Marshall que en Estados Unidos de América, los desarrollos en el sector inmobiliario y el mercado de las hipotecas no se disipan y siguen planteando amenazas y riesgos sobre otros mercados y sectores económicos y, en último término, sobre la economía global.

Por su parte, indica el señor Consejero que los problemas de liquidez no se han resuelto, si bien su intensidad parece algo atenuada en lo más reciente y la incertidumbre en los mercados de crédito sigue siendo alta, mientras se espera que las instituciones financieras y, en particular, los bancos efectúen nuevos reconocimientos de pérdidas.

Asimismo, señala que las economías emergentes, si bien han exhibido bastante fortaleza, no han permanecido inmunes a las turbulencias financieras, lo que se refleja en correcciones bastante generalizadas a los premios por riesgo soberano. Menciona también que la preocupación por la inflación sigue presente e incluso se ha intensificado, debido a que los *commodities* permanecen en niveles muy elevados y algunos de ellos vuelven a subir en el transcurso del último mes. Le parece que todo ello configura un cuadro de marcada incertidumbre respecto de la evolución de la economía global.

En el frente interno, señala el señor Marshall que la principal preocupación la constituye sin duda la alta inflación, que volvió a sorprender en el mes de diciembre con un elevado registro mensual. Comenta que los agregados monetarios y crediticios siguen mostrando tasas de crecimiento más bien elevadas. Con todo, se confirma el ajuste en los créditos de consumo, que continúan desacelerando su ritmo de expansión.

Agrega el señor Consejero que los rendimientos de los títulos en pesos de largo plazo han mostrado alzas apreciables, en lo más reciente. Por su parte, los rendimientos en UF en cambio, han tenido ajustes más bien menores. Con ello, las compensaciones inflacionarias se han elevado en forma significativa.

Asimismo, menciona el señor Marshall que el peso se ha vuelto a apreciar en lo más reciente como resultado de noticias de inflación y actividad. La demanda interna continúa creciendo en forma importante, pero se visualiza un menor dinamismo hacia delante, tanto por el lado del consumo como por el de la inversión.

Menciona también, que el crecimiento del cuarto trimestre de 2007confirma que el del segundo semestre fue más débil que el primero y que el año cerrará con una cifra por debajo de lo anticipado. Hacia delante, señala el señor Consejero, las proyecciones sugieren tasas más bajas que las observadas el año pasado, pero próximas al crecimiento de tendencia. Con todo, los márgenes de variación de estas proyecciones son relativamente altos.

Indica que el empleo crece mucho más lentamente que en meses anteriores y la desocupación sube gradualmente, principalmente por un aumento de la fuerza de trabajo, pero permanece siempre en niveles relativamente bajos.

Por otro lado, comenta el señor Consejero que los salarios nominales aumentan a un ritmo que se aprecia como normal, considerando el nivel de la inflación efectiva y los mecanismos de indexación habituales. Agrega que la inflación, la principal fuente de preocupación, se ha elevado mucho más allá de lo esperado hasta llegar a niveles próximos al 8%, varios puntos porcentuales por sobre el rango de tolerancia. Indica que esta desviación es la más alta desde que existen metas de inflación y que las proyecciones de corto plazo, corregidas al alza, indican que la variación anual de la inflación seguirá subiendo en los próximos meses y que asimismo, se mantendrían altas por varios meses. Hace presente que las sucesivas sorpresas en los registros mensuales han elevado las expectativas de inflación del mercado para el corto y mediano plazo y las expectativas para el largo plazo, permanecen en niveles cercanos a la meta. Por su parte, las expectativas para la Tasa de Política Monetaria han seguido la misma tendencia. Comenta que la última encuesta mensual anticipa un alza inminente de 25 puntos base. Menciona además, que los precios de los activos anticipan más de un alza de 25 puntos base en los próximos meses, pero los altos registros de inflación han introducido demasiado rumor en los mercados, por lo que resulta difícil separar las expectativas, de otras primas contenidas en los precios observados.

Con todos estos antecedentes, señala el Consejero señor Marshall que la opción de subir la tasa de política aparece con bastante claridad. Agrega que si bien el proceso inflacionario sigue conducido fundamentalmente por factores de oferta; la magnitud de la desviación ya observada respecto de la meta; las sucesivas sorpresas al alza que han deparado las cifras de los últimos meses; los efectos de segunda vuelta en servicios regulados o indexados que comienzan a observarse; y, la incertidumbre sobre los registros que se alcanzarían en los próximos meses, plantean la necesidad de una nueva reacción de política por parte del Banco Central de Chile. Menciona el señor Consejero que se puede discutir si el ajuste debe ser de 25 puntos base o algo más pronunciado, por ejemplo, de 50 puntos base.

Indica el señor Marshall que se inclina en este caso por una reacción que mantenga un sello de prudencia, considerando que los riesgos asociados al escenario externo son altos; que el crecimiento de la actividad se ha tornado más débil y que el mercado laboral presentaría holguras mayores que en meses anteriores. Al respecto, señala que ello tiene una ventaja adicional, al dejar espacio para reaccionar en los próximos meses, dependiendo del

curso de los acontecimientos. En todo caso, estima el señor Consejero que lo importante es que exista una reacción de política y ello se consigue con un alza de 25 puntos base. Adicionalmente, indica que en estas circunstancias, marcadas por una alta incertidumbre, buscaría no sorprender al mercado y efectuar un ajuste similar al que éste espera. Hace presente que no se tiene más información que ésta y que las proyecciones presentan márgenes de variación elevados. En este caso, estima que su preferencia es por una coincidencia y no por una diferencia con el mercado.

Por otra parte, el señor Consejero señala que es cierto que existe el riesgo de tener que revertir esta decisión en los próximos meses si, por factores externos y/o internos, se produce una desaceleración de la actividad interna más pronunciada que la prevista y el proceso inflacionario en curso se disipa con rapidez. Sin embargo, señala que el riesgo más importante que se enfrenta en la actualidad es que la inflación se propague más allá de lo habitual, a otros precios y remuneraciones y se torne persistente en el tiempo. Agrega que este es el riesgo que debe ser mitigado en estos momentos y si no se hace, en el futuro el Banco se podría ver obligado a asumir costos mucho más altos para que la inflación retorne a la meta. Señala además, que con la información disponible no resulta posible descartar nuevos ajustes en los próximos meses, pero considerando los riesgos e incertidumbres que se tienen por delante, en su opinión, las decisiones deben quedar más bien supeditadas a la información que se vaya obteniendo.

En resumen, el Consejero señor Enrique Marshall vota por subir la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base para llegar a 6,25% anual.

El Consejero señor Manuel Marfán agradece el análisis del *staff*.

Menciona el señor Consejero que en el ámbito externo ha habido correcciones importantes en los mercados bursátiles y se aprecia un panorama más debilitado para el crecimiento, especialmente en los Estados Unidos de América. Agrega que con ello la novedad la constituyen las noticias que se han concentrado más en el sector real que en el financiero, respecto de la Reunión de Política Monetaria anterior. Señala que las perspectivas de mayores reducciones de la Tasa de Política Monetaria en los Estados Unidos de América tienden a reflejar esa realidad. Por su parte, los precios del petróleo y del cobre han vuelto a sorprender con nuevas alzas. Indica que en conjunto, para Chile, ello implica tanto un menor impulso al crecimiento como mayores presiones inflacionarias provenientes de la economía mundial.

En el ámbito interno, señala el señor Consejero que lo más relevante es la fuerte sorpresa inflacionaria del mes pasado y sus implicancias sobre el comportamiento de los agentes. Agrega que la incertidumbre del mercado sobre cómo se acomodarán cantidades y precios a lo largo de este año, ha implicado una suerte de vuelo hacia la UF. Indica el señor Consejero, que con ello resulta más difícil descifrar si el diferencial de tasas nominales y en UF responde solo a una mayor compensación inflacionaria futura o si también incluye el efecto de reverberaciones de un ajuste de portafolio. Menciona también, que el mercado ha decodificado la nueva información, anticipando nuevas alzas de la Tasa de Política Monetaria por parte del Banco Central de Chile, con efectos de corto plazo sobre el tipo de cambio nominal y los indicadores bursátiles. Agrega que las señales que dé el Banco serán importantes para despejar cuánto se percibe como transitorio y cuánto requiere de un ajuste de políticas. Menciona que desde esta perspectiva, la cercanía del *IPoM* da una buena oportunidad de clarificar el marco de proyecciones, los riesgos que es posible anticipar y el ámbito de políticas consistente con el escenario base.

Comenta el Consejero señor Marfán, que resultará particularmente importante dar claridad a que a la combinación de que habrá una reducción relevante en la proyección rango de crecimiento, respecto del informe del mes de septiembre, por una parte, y que durante algún tiempo la tasa de política neutral se ubicará por sobre su valor de largo plazo. Es decir, no necesariamente aumentos de Tasa de Política deberían decodificarse como un sesgo contractivo en este contexto. Señala que concuerda con la Gerencia de División Estudios en que en esta oportunidad corresponde elevar la tasa de política, siendo las opciones a analizar si ese aumento debe corresponder a 25 o a 50 puntos base. Menciona el señor Consejero que decisiones de 50 puntos base, como las que se tomaron en diciembre de 2003 y enero de 2004, deben reservarse para corregir desviaciones claras de las expectativas de inflación anual a 24 meses plazo, respecto de la meta. Señala que no puede descartarse con la información actual, que pudiera haber un inicio de desanclaje, especialmente a juzgar por los resultados de la última encuesta de expectativas, más que por lo implícito en los precios financieros, pero le parece que para dar golpes bruscos de política, se requieren mayores grados de certeza. Agrega que el costo de equivocarse por una decisión de esa naturaleza supera largamente, a su parecer, los beneficios de acertar.

Por lo anterior, el Consejero señor Manuel Marfán señala que en esta oportunidad, se inclina por un aumento de 25 puntos base en la Tasa de Política Monetaria. Agrega que el Comunicado no debería contener sesgos de movimientos futuros que no estén alineados con el mensaje que transmitirá el próximo Informe de Política Monetaria.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux agradece el trabajo realizado por la Gerencia de División Estudios.

Indica el señor Vicepresidente que el panorama inflacionario que enfrenta la economía chilena ha sufrido cambios muy importantes en los últimos treinta días. Agrega que en el plano internacional, las noticias más relevantes han sido la acentuación de las señales de debilidad de la economía de Estados Unidos de América, lo que ha llevado a una corrección significativa de las tasas de interés de largo plazo y también en los principales mercados accionarios. Por otra parte, menciona el señor Vicepresidente que pareciera haberse atenuado el riesgo de iliquidez en los mercados internacionales, después de las intervenciones coordinadas de los bancos centrales del mundo desarrollado. Comenta que pese a las señales de debilidad de la economía de Estados Unidos de América, los precios de los *commodities* siguen en niveles elevados, lo que en parte es testimonio de la fortaleza de las economías emergentes, así como de restricciones de oferta y riesgos geopolíticos en el caso del petróleo. Indica que las sorpresas más importantes de los últimos treinta días se dieron en el plano interno, con un registro inflacionario inusualmente elevado y sorpresivo en el mes de diciembre. Señala que como resultado de esta sorpresa y del análisis que se realiza con motivo de la elaboración del Informe de Política Monetaria del mes de enero, se han elevado las proyecciones de inflación previéndose que ésta seguirá aumentando hasta fines del primer trimestre de este año, para luego descender gradualmente y retornar al rango de tolerancia de 2% a 4%, recién a principios de 2009.

Agrega el señor Vicepresidente que el mercado ha reaccionado frente a estos desarrollos y ello se ha traducido en correcciones en el mercado bursátil y en los precios de los activos financieros, incluyendo el tipo de cambio, que evidencia una apreciación significativa tanto nominal como real. Así, la trayectoria implícita para la inflación, que se desprende de los precios de los activos financieros, se ha elevado, redondeando, aproximadamente en 30 puntos base a plazos intermedios y a plazos más largos, el movimiento ha sido menor.

4

Por otro lado, señala el señor Vicepresidente que los diferentes indicadores de tendencia inflacionaria también registran aumentos. Agrega que otros indicadores de expectativas privadas de inflación, como la Encuesta de Expectativas del Banco Central de Chile, muestran ajustes más reducidos. Indica que esto sugiere que las medidas de compensación inflacionaria pueden contener premios por riesgo que reduzcan hoy su valor informativo. Menciona también, que la trayectoria implícita para la Tasa de Política Monetaria a partir de estos antecedentes, también ha experimentado una corrección al alza, que contempla aumentos de 50 a 75 puntos base en los próximos 12 meses, dependiendo de la fuente escogida.

Comenta también el señor Vicepresidente que a partir de los antecedentes antes señalados, concuerda con la Gerencia de División Estudios, en que las únicas opciones a considerar para la Reunión de hoy son un aumento de 25 puntos base o un incremento mayor de 50 puntos base. Agrega, que la opción de mantener no es coherente con el cuadro macroeconómico recién descrito y que contiene el Informe de Política Monetaria del mes de enero. Menciona que un aumento de 50 puntos base tiene una ventaja importante en relación a la alternativa de 25 puntos base, puesto que entrega una señal potente respecto a la voluntad del Banco Central de Chile de llevar la inflación de vuelta a la meta. Sin embargo, indica el señor Vicepresidente que dicha señal también envuelve riesgos y podría resultar prematura. Indica que un riesgo es que, tal como señala el Informe de Opciones, un ajuste de 50 puntos base, que va a resultar una sorpresa para el mercado, sea entendido como una señal que el Banco Central de Chile está percibiendo un desanclaje de expectativas o una propagación superior a la esperada del *shock* inflacionario. Ello sin duda también tendrá efectos sobre el tipo de cambio real, que ya se encuentra por debajo de valores compatibles con los fundamentos de largo plazo de la economía chilena. Sin embargo, esta señal podría resultar también prematura, considerando esencialmente cuatro elementos. El primero de ellos, que no existe evidencia de un desanclaje de expectativas a mediano plazo y que es probable que los aumentos de la compensación inflacionaria que se han observado en las últimas semanas, sean meramente un reflejo de mayores primas por riesgo asociadas a la volatilidad ya señalada de los precios de los activos financieros. En segundo lugar, la evaluación de los costos laborales no parece alejarse de valores coherentes con la meta inflacionaria. En tercer lugar, que para los próximos meses también se prevén inflaciones elevadas y es posible que las circunstancias exijan una reacción de política para reafirmar el compromiso con la meta inflacionaria y ello podría llevar a una sobrerreacción de la política monetaria que deba revertirse luego a corto plazo; y por último, el mercado espera en forma generalizada un aumento de 25 puntos base en esta Reunión.

Por todo lo anterior, el señor Vicepresidente señala que la decisión de aumentar en 25 puntos base no debería tener efectos ulteriores sobre los precios de los activos financieros. En consecuencia, vota a favor de un aumento de la Tasa de Política Monetaria a 6,25.

El señor Presidente agradece al *staff* y señala que desde la última Reunión de Política Monetaria, las perspectivas inflacionarias se han deteriorado. Agrega el señor Presidente que aparentemente la persistencia de los *shocks* negativos en la inflación que se ha observado en los últimos meses sería algo más persistente a lo anticipado. Indica que esto, de mantener el actual impulso monetario, podría dificultar la convergencia de la inflación a la meta de 3% en el horizonte de política.

Por lo anterior, comenta que le parece adecuado en esta Reunión subir la tasa de interés para garantizar el retorno de la inflación al rango de tolerancia en un plazo prudente. Sin embargo, se pregunta cuánto debería subir la tasa de interés, y la decisión no resulta fácil. Comenta el señor Presidente, que subir en 50 puntos base contribuiría a reducir la inflación más rápido, pero dadas las incertidumbres del escenario internacional y la posible evolución del escenario de las tasas de política monetaria en el mundo, hacen recomendable un grado de cautela, en el entendido que en el escenario más probable la Tasa de Interés de Política Monetaria seguirá subiendo incluso independiente de si hoy se sube 25 puntos base o 50 puntos base, porque no se puede descartar que el mercado puede tener expectativas de inflación algo menores a las del Banco Central de Chile en los próximos meses. Por lo tanto, un movimiento con mayor agresividad al ritmo normal de alza de tasas podría reducir grados de maniobra en los movimientos futuros.

No obstante, indica el señor Presidente, la decisión de un alza de tasa en 50 puntos base no es enteramente descartable, por cuanto los riesgos inflacionarios son al alza, y éstos podrían tener una muy negativa implicancia de desanclar las expectativas, aunque aún no se observa dicho fenómeno, si hay que mantenerse muy alerta a su ocurrencia, además de analizar cuidadosamente los registros futuros de inflación, que pudieran seguir revelando una persistencia inflacionaria mayor, junto a un escenario de precios internacionales de alimentos y petróleo aún peores de los que se prevén.

Con todo, estima el señor Presidente que hoy sería aconsejable subir la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base, porque aún se puede seguir subiendo la tasa en las Reuniones siguientes, y existe espacio para mantener grados de cautela ante una situación externa e interna con altos grados de incertidumbre.

Por otro lado, menciona el señor Presidente que existe una consideración adicional que quiere destacar que consiste en el impacto cambiario de un movimiento agresivo y ampliamente no anticipado, en momentos donde además ha habido tensiones cambiarias elevadas en los días previos a esta Reunión. Agrega, que en una situación como ésta se puede justificar, ponderando en una mayor medida que lo usual, algo que por lo general personalmente pondera poco, que son las expectativas del mercado.

Respecto del sesgo, indica puede ser innecesario, si no se encuentra una buena forma de reflejarlo ya que será evidente en la Minuta de esta Reunión. En todo caso, señala que es algo que además se puede comunicar en las presentaciones del *IPoM* de la próxima semana, mencionando que en el escenario más probable se volverá a subir la Tasa de Política Monetaria.

En consecuencia, el Presidente señor José De Gregorio vota por un alza de la Tasa de Interés de Política Monetaria de 25 puntos base.

El Presidente señor José De Gregorio consulta al Consejero señor Sebastián Claro si se suma a la votación de la mayoría de los Consejeros, en cuanto a subir la Tasa en 25 puntos base.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que se suma a la votación de los señores Consejeros, en el sentido de aumentar la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base. Agrega, que sin perjuicio de lo anterior, quiere manifestar que entendiendo que no existe un acuerdo previo del Consejo respecto a decisiones futuras, quiere recalcar lo señalado en el fundamento de su voto, en el sentido que el Comunicado que se apruebe contenga un sesgo al alza.

El Presidente señor José De Gregorio señala que en la Minuta va a ser evidente cuando ésta se publique, que todos los Consejeros consideraron entre 25 y 50 puntos base y que nadie consideró mantenerla. En consecuencia, considera que existe un sesgo evidente y la pregunta es si se puede encontrar una redacción que en el Comunicado sea transparente como lo ha sido la propia discusión y manifestarlo cuando corresponda efectuar la presentación ante el Senado.

Por lo tanto, el señor Presidente señala que por unanimidad se ha acordado subir la Tasa de Interés de Política Monetaria en 25 puntos base.

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

117-01-080110 – Tasa de Política Monetaria.

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

Esta decisión es congruente con perspectivas de mayor inflación, producto de las sorpresas recientes, y permite asegurar que la inflación converja a 3% anual en el horizonte de política.

En el ámbito externo, aunque la situación de iliquidez de los mercados se ha atenuado, ha aumentado el riesgo de una mayor desaceleración en los EE.UU., con posibles implicancias en otras economías desarrolladas. En otro plano, el precio del petróleo, el del cobre y los de varios productos alimenticios siguen altos y por encima de lo proyectado. La inflación en diversas economías ha continuado aumentando. Lo anterior configura un panorama externo relevante para la economía chilena que presenta mayores riesgos adversos a futuro.

En lo interno, la información más reciente de actividad no modifica el escenario considerado para el segundo semestre en la anterior reunión. Por el lado de la demanda interna, los indicadores tanto de consumo como de inversión se mantienen dinámicos. El empleo asalariado sigue creciendo, aunque a tasas más reducidas.

La inflación mensual del IPC en diciembre sorprendió significativamente al alza, llevando la inflación anual a cerca de 8%. En esto influyó una reversión estacional más lenta de los precios de los perecibles y aumentos significativos en una gama diversa de productos. Las distintas medidas de tendencia inflacionaria, incluyendo la inflación del IPCXI (que excluye combustibles, perecibles y algunos servicios regulados), continuaron aumentando. Aunque las expectativas de inflación para los próximos trimestres han aumentado, las de largo plazo se mantienen ancladas en torno a 3% anual.

El Consejo estima oportuno señalar que, si bien la trayectoria futura de la TPM dependerá de la nueva información que se acumule y de sus implicancias sobre la inflación proyectada, pueden ser necesarios ajustes adicionales de forma de asegurar la convergencia de la inflación a la meta. 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 17.45 horas.

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Vicepresidente

JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Presidente

ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero

MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero

SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero

ANDRÉS VELASCO BRAÑES
Ministro de Hacienda

JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR
Ministro de Fe

BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA Nº 119
celebrada el 7 de febrero de 2008

En Santiago de Chile, a 7 de febrero de 2008, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don José De Gregorio Rebeco y con la asistencia del Vicepresidente don Jorge Desormeaux Jiménez y de los Consejeros don Manuel Marfán Lewis, don Enrique Marshall Rivera y don Sebastián Claro Edwards.

Asiste la señora 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 Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldívar;
Gerente de División Estudios, don Pablo García Silva;
Gerente de División Política Financiera, don Kevin Cowan Logan;
Gerente de División Operaciones Financieras, don Beltrán De Ramón Acevedo;
Gerente de 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;
Asesor del Ministro de Hacienda, don Luis Felipe Céspedes Cifuentes;
Economista Senior, doña Erika Arraño González; y
Secretario General, don Jorge Court Larenas.

El Presidente señor José De Gregorio señala que asiste especialmente invitado el señor Jaime Troncoso Rojas.

El señor Presidente fija la fecha de la Sesión de Política Monetaria del mes de agosto de 2008, para el día 14 de ese mes.

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 señor Sergio Lehmann informa que respecto al escenario internacional, durante el último mes se destaca un deterioro en el escenario externo, producto de la extensión de la crisis *subprime* hacia otros sectores. Menciona especialmente las condiciones crediticias más estrechas en Estados Unidos de América, las señales del comienzo de la contracción del sector servicios y la debilidad en el mercado laboral. Comenta que la preocupación por una recesión en Estados Unidos de América y sus consecuentes efectos globales ha llevado a importantes ajustes en los mercados financieros. Menciona que durante las últimas semanas se han producido caídas en bolsas y bajas en las Tasas de Interés de

hp

Largo Plazo. Señala que frente a este escenario la *Fed* ha adoptado recortes agresivos en su Tasa de Interés y de hecho, para la primera mitad del año se espera que la Tasa de Política Monetaria se sitúe en torno a 2%, es decir, dos puntos base por debajo de lo que se esperaba para ese mismo período hace un mes atrás. Comenta que en línea con los temores por la actividad mundial, el petróleo ha retrocedido cerca de 6% el último mes, lo que motiva revisiones a la baja en las proyecciones del precio del crudo y de la gasolina. Indica que mientras el precio del cobre se ha ubicado en niveles levemente superiores a los de hace un mes atrás, el precio del trigo y del maíz se eleva ante problemas en la oferta bajo el contexto de una demanda que se mantiene dinámica.

Señala el Gerente de Análisis Internacional que al revisar los indicadores de actividad en Estados Unidos de América, se ve que hay un predominio claro de noticias negativas, destacando especialmente el hecho que continúa el ajuste en el mercado inmobiliario. Por su parte, las ventas minoristas también han mostrado descensos y la confianza en los índices de la Universidad de Michigan en general se ha deteriorado. Destaca el ISM manufacturero y servicios, que fueron particularmente negativos en relación a lo que se esperaba.

Por otra parte, indica el señor Gerente que el PIB del cuarto trimestre estuvo por debajo de lo esperado, dando cuenta de una desaceleración relativamente importante en la economía norteamericana. Comenta que la descomposición del PIB para el cuarto trimestre del año que se dio a conocer las últimas semanas destaca, en primer lugar, una desaceleración, y por tanto, el aporte al crecimiento por parte del consumo se encuentra crítico, destacando especialmente la caída de la inversión residencial, como asimismo una caída importante en inventarios. En términos de crecimiento, señala que las exportaciones netas comienzan a aportar menos que en los trimestres anteriores. El consumo, tal como se destacaba en relación al dato de crecimiento del cuarto trimestre, ha perdido dinamismo, mostrando una desaceleración, lo que está en línea con el índice de confianza de consumidores que ha mantenido una caída desde hace ya varios meses. La pérdida del dinamismo del consumo, con un mercado laboral más débil, muestra una disminución de empleos y un aumento en las tasas de desempleo. Menciona el señor Gerente que ha continuado el ajuste del mercado inmobiliario.

Agrega el Gerente de Análisis Internacional, que el índice de precios muestra una caída bastante significativa en sus últimas lecturas, situación que debería continuar durante los próximos meses, fundamentalmente porque el inventario de viviendas, especialmente en el caso de las viviendas nuevas, se ha mantenido elevado y sigue mostrando aumentos. Este es un dato importante y se encuentra asociado al *ISM* de Servicios que muestra una caída muy significativa en la última lectura y se sitúa bien por debajo del *pivote* 50, comenzando a dar cuenta de una contracción en el sector servicios, asociada a negocios financieros. Por su parte, el sector manufacturero se observa que está muy cerca del *pivote* y en una línea que da cuenta de una clara debilidad.

Agrega el señor Gerente que los bancos, en línea con el *ISM* de Servicios que muestra una caída importante, han restringido las condiciones de otorgamiento de créditos, lo que se aplica no sólo para préstamos de consumo o préstamos de empresas, sino que también a tarjetas de crédito. Los bancos se han mostrado más reticentes y con condiciones más estrictas para efectos del otorgamiento de líneas o de créditos. Indica que los bancos han estado dando cuenta de pérdidas importantes desde que se desató la crisis *subprime*. Los índices no recogen todavía el total de las pérdidas asociadas a la situación crítica del sector *subprime*, pero dan cuenta que se trata de un hecho significativo que va creciendo en el tiempo.

4

Comenta el señor Gerente, que Estados Unidos de América, previendo una situación crítica en términos de actividad, ha anunciado un paquete de estímulo fiscal para dar impulso a la actividad durante la segunda mitad del año. Este proyecto está todavía en discusión en el Senado, pero lo importante de destacar es que los efectos de ese paquete estarían concentrados fundamentalmente hacia el segundo y tercer trimestre del año. Lo anterior es a partir de un estudio preparado por Goldman Sachs donde se ven los gastos más importantes o las inyecciones de recursos hacia la economía, y por tanto, podría tener impacto en términos de actividad hacia el segundo semestre del año. Agrega el señor Gerente que en términos gruesos se estima que podría dar un impulso de tres décimas de crecimiento del PIB.

Agrega el señor Sergio Lehmann que, dando una mirada retrospectiva o histórica, se aprecian distintas respuestas al paquete fiscal desde situaciones similares. Inyecciones fiscales desde el año 1975 hasta hoy día muestran que los impactos se producen con algún rezago, por lo tanto se debería esperar algo parecido en esta oportunidad.

Como es sabido, menciona el señor Gerente, la probabilidad de recesión en Estados Unidos de América tendió a aumentar, lo que en la gráfica que se exhibe no se refleja muy bien, pero el dato marginal está muy cercano a 50%. Actualmente, por temas metodológicos, el aumento de la probabilidad de recesión no ha sido tan importante como en ocasiones anteriores, debido fundamentalmente a las acciones que ha estado llevando a cabo la *Fed*, y que por tanto, han hecho que la curva de rendimiento en Estados Unidos de América haya cambiado de manera importante en los últimos meses.

Respecto a la Zona Euro, comenta el señor Gerente que también predominan noticias más bien negativas, particularmente lo relacionado con el sentimiento económico y las percepciones en Alemania, respecto a la situación hacia adelante. De hecho, el Índice de Sentimiento Económico (ESI) ha estado cayendo de manera importante, mostrando una correlación relativamente alta con el PIB, por tanto, se debería esperar también en los próximos trimestres una caída del crecimiento de Europa.

Señala el señor Gerente que el *PMI Manufacturero* en tanto, también está mostrando una tendencia hacia la baja, y el *Eurocoin*, que de alguna manera es un indicador líder respecto a la actividad en los próximos trimestres, también está mostrando caídas significativas. En términos de actividad se ve una situación relativamente negativa, dando cuenta de una desaceleración, lo que está en línea con lo planteado hoy día por el Presidente del Banco Central Europeo señor Trichet, después que dicho banco mantuvo la tasa, lo que demuestra que la situación global podría tener impactos importantes en términos de crecimiento para la Zona Europea. Agrega el señor Gerente que la actividad industrial aún no muestra claros signos de ajuste y de hecho, en la Zona Euro la desaceleración en términos de producción industrial es relativamente pequeña y probablemente viene con un rezago, por lo que debería esperarse más adelante una desaceleración.

Para Japón, agrega el señor Gerente, los indicadores también han sido negativos y destaca especialmente lo relacionado con perspectivas actuales a partir de la encuesta *Economy Watchers* como perspectivas hacia delante, que muestran una situación de desaceleración. Comenta que algunos datos aparecen positivos, como el gasto hogar, pero en general éstos tienen bastante volatilidad, por lo que también se debería esperar una desaceleración importante. El rezago de la producción industrial se encuentra por debajo de lo esperado y materias relacionadas con mercado laboral dan cuenta de salarios que se contraen, por tanto el consumo hacia adelante debería estar bastante más deteriorado. La encuesta *Economy Watchers*, que recoge expectativas empresariales respecto al empleo, señala que éstas son bastante negativas y muestran claramente una tendencia hacia la baja. Otra señal que es preocupante para Japón, es que tradicionalmente el sector externo,

4

que ha sido uno de los más contribuidores, da cuenta que las exportaciones se están desacelerando hacia todos los sectores, particularmente hacia China, la Zona Euro y hacia Estados Unidos de América. Esta situación muestra que el aporte del sector externo en Japón va a disminuir de manera importante, especialmente si a esa circunstancia se suma además que las perspectivas de consumo para Japón también están reduciéndose.

Respecto a precios, señala el señor Gerente que la inflación en Estados Unidos de América se mantiene elevada, sin embargo en el margen muestra una leve caída. Los indicadores podados, una distribución truncada, y el *PCE Core* están mostrando tendencias hacia el alza. No obstante, al observar desde el punto de vista del *PCE* se aprecia que la distribución truncada, que da cuenta de la tendencia inflacionaria, se ha estabilizado y también muestra una ligera disminución en el margen.

Comenta el señor Gerente que en la Zona Euro la inflación aumenta, aunque la medida subyacente continúa contenida y el Banco Central Europeo mantiene una suerte de preocupación por la inflación, hecho que, tal como se señalara, fue destacado hoy día por el señor Trichet después de su decisión de mantener la tasa de política monetaria. Por regiones, se observa que hay una suerte de moderación en la inflación, particularmente en Asia, que ha tendido a reducirse marginalmente en términos de variación en doce meses. Algo parecido ya se había visto en el caso de Estados Unidos de América. En la gráfica que se muestra, se ha incluido también Chile, de manera de tener una referencia respecto al comportamiento de nuestro país versus otras regiones.

Respecto a expectativas para tasa de política monetaria, comenta el señor Gerente que éstas se han ajustado de manera bastante importante a la baja en Estados Unidos de América, lo que también ha ocurrido en la Zona Euro. Comenta que hoy día la tasa de política monetaria está en 3%. Agrega que el mercado se inclina mayoritariamente por un recorte de 50 puntos base para la próxima reunión del 18 de marzo y hay agentes que no descartan un recorte acumulado, o sea, que eventualmente ante una reunión extraordinaria considere, un recorte acumulado al 18 de marzo de 100 puntos base. Comenta que aquellos que se inclinan por una mantención de la tasa, son claramente una minoría absoluta. En términos de la trayectoria de tasa de política monetaria, de manera de hacer coherentes estas expectativas con lo que los futuros están mostrando, se ve una caída muy sustanciosa respecto a lo que se tenía en la Reunión de Política Monetaria pasada y se observa que converge más menos hacia mitad de año a una cifra en torno a 2%. Estas son expectativas de tasa de política monetaria, y si bien hoy no se puede decir que el 25% se inclina por un recorte de 100 puntos base, mirado hacia mitad de año, es más menos un 100% el que se inclina por esa opción.

Señala el señor Gerente que en Europa se observa también un ajuste hacia la baja en la tasa de política monetaria y hoy día hay una porción mayoritaria del mercado que apuesta a un recorte de 50 puntos base de aquí a mitad de año, cosa que no se veía hace un mes atrás, en que la expectativa de tasa de política monetaria estaba plana, es decir, se apostaba hacia su mantención durante prácticamente todo el año.

Sobre este tema, el Presidente señor De Gregorio comenta que el Banco de Inglaterra bajó su tasa en 25 puntos base y menciona que dicha Entidad argumenta que la menor actividad pone un riesgo deflacionario.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux plantea que el objetivo de la baja de tasa no solamente consiste en estimular la economía, sino que también tratar de evitar que haya un aumento en la morosidad de los créditos hipotecarios a los cuales es preciso fijarles una nueva tasa. Sobre este particular, consulta hasta qué punto estas reprogramaciones están

teniendo lugar, o hay expectativas de que puedan evitar un deterioro serio en el mercado de las viviendas nuevamente.

El Gerente de División Estudios, señor Pablo García comenta que un antecedente que estimó el Deutsche Bank sobre esta materia, es que con la baja de tasa el costo en términos de ingresos del proceso de reprogramación, que antes era en torno al 30% del ingreso del hogar que se sometía a una subida de tasa, bajaba a cerca de 10%. Entonces, señala que hay un impacto significativo por el proceso de renegociación que se está generando ahora por el lado de ingresos.

Respecto a tasas largas, menciona el Gerente señor Lehmann que éstas han caído fuertemente. En Estados Unidos de América la tasa nominal cae de manera significativa, situándose hoy día en torno a 3,5%. La tasa real también ha caído significativamente hoy, y la compensación inflacionaria se ha mantenido relativamente estable. Agrega que en la Zona Euro y Japón también se ven caídas relativamente importantes en las tasas a diez años. Sin embargo, al observar una perspectiva un poco más completa para los distintos plazos, particularmente en Estados Unidos de América, se ve un ajuste importante de la curva de rendimiento. Comenta como destacable que no solamente se han visto ajustes en las tasas largas, sino que también en los plazos, lo que es importante especialmente en los plazos más cortos a propósito de la acción por parte de la *Fed*. De hecho, se ve relativamente plana la curva hasta dos años y recién se observa una pendiente positiva en los plazos más largos.

Señala el señor Gerente que los premios para el corto plazo tienden a normalizarse de forma más rápida, lo que da cuenta que la situación de liquidez en el mercado ha tendido a normalizarse en algún grado. Se están viendo hoy día problemas en el sector real, y de hecho se aprecia una caída importante en el premio Libor - TPM, esto es, ajustando por plazo y la expectativa del mercado recogida a partir de los futuros, tanto de tasa de política monetaria como de Libor, da cuenta de una normalización bastante más rápida en términos relativos a lo que veíamos hace un mes atrás. Por su parte, en el caso de la Zona Euro también se observa una situación similar.

Indica el Gerente de Análisis Internacional que en términos de monedas se ve una alta variabilidad. En el caso particular del euro por ejemplo, se vio en primer lugar una suerte de depreciación y luego una apreciación. Sin embargo, el dólar multilateral en Estados Unidos de América ha tendido a depreciarse. Respecto a monedas de economías emergentes, como Chile, México y Brasil, se observa que hay también bastante variabilidad. En el caso de Brasil tiende a depreciarse y luego a apreciarse; algo parecido ocurre en el caso de Chile y en otras economías. Un elemento que sin duda ha sido muy significativo durante las últimas semanas es la volatilidad, que ha alcanzado niveles particularmente elevados. Esta volatilidad en economías emergentes o en América Latina, medida a partir de los índices bursátiles, muestra niveles muy altos, muy por encima de lo que se había visto en períodos anteriores. Algo parecido ocurre con las economías emergentes. Una perspectiva histórica muestra que este nivel de volatilidad es bastante alto, más alto incluso que el observado en julio y más alto que el observado en 2002, pero algo por debajo de lo que se había registrado tras la crisis asiática y la crisis del tequila.

Comenta el señor Gerente que las bolsas caen muy marcadamente, situación que ya se apreciaba hace un par de semanas atrás. Señala que particularmente importante fue la caída en América Latina, aunque es bastante transversal. También ocurre en Europa emergente y otros mercados emergentes. Posteriormente, menciona que se observa alguna recuperación que aunque parcial es importante, especialmente en América Latina, pero muy poco importante en el caso de otros mercados como es el caso de Europa emergente y Asia emergente. Indica que los premios por riesgo en economías emergentes han aumentado, lo que

4p

ha sido bastante transversal para todas las economías. Señala que para medir premios por riesgo se está usando los *Credit Default Swaps* que tienen también cierta variabilidad, pero en general la tendencia es hacia el alza. Esto ha ocurrido también en los *CDS, Credit Default Swap Spreads* de empresas. Hay empresas americanas con *investment grades* que también han observado un aumento de los premios por riesgo. En el caso de las empresas con *investment grades* europeas, también se aprecia un comportamiento parecido.

Indica el señor Gerente que en materia de *commodities* destaca que el precio del cobre ha estado fluctuando en niveles altos, lo que es consistente y coherente con el movimiento que han tenido otros metales básicos y da cuenta de una demanda de economías emergentes que se ha mantenido dinámica. El precio del petróleo en tanto ha tendido a caer en torno a 6% - 7% durante las últimas semanas y esto ha estado relacionado con dos elementos centrales. Primero, preocupaciones por la actividad mundial; y, segundo, más en el margen los últimos días, indicaciones de inventarios más positivas. Los inventarios en Estados Unidos de América han tendido a retrotraerse en el margen. Sin embargo, los inventarios de *heating oil*, la relación demanda sobre inventario, se ha mantenido deteriorada y eso da cuenta de un elemento que permite sostener el precio del petróleo en niveles relativamente elevados. Lo anterior lleva a revisar las proyecciones de combustibles, lo mismo que el precio de la gasolina, que tiene un poco más de variabilidad por razones de estacionalidad.

Comenta el señor Gerente que respecto a granos, el trigo ha estado aumentando, el maíz también en el margen, lo que ha estado asociado fundamentalmente a problemas de oferta y situaciones climáticas adversas en China y Estados Unidos de América, en un contexto de demanda que se mantiene dinámica y que ha llevado a revisar hacia el alza los precios. En el caso del arroz, también se observa algo parecido, que no se había mostrado en otras oportunidades.

El precio del cobre mantiene su proyección respecto a lo que se tenía hace un mes atrás; el petróleo sin embargo, se reduce hacia la baja sobre la base de los contratos futuros 4 dólares para 2008 y 2 dólares para 2009. La gasolina también se reduce en niveles parecidos. En el caso del trigo, los modelos que se tienen dan cuenta de una evolución y sobre cuál podría ser su trayectoria hacia adelante. Muestran además, que el trigo se mantiene relativamente estable, pero en el caso del maíz, derivado de los aumentos muy sustanciosos de las últimas semanas, debería tender a ser un poco más alto durante 2008 -2009.

El señor Presidente consulta si el actual precio del trigo y del maíz seguirá subiendo.

El Gerente de Análisis Internacional responde que se está esperando algún grado de normalización, una caída gradual del precio hacia delante. Por otra parte, agrega que en el caso de la leche hay una buena noticia derivada de reducciones en el margen. Se está esperando precios promedio algo menores a los que se preveían hace un mes atrás.

El Consejero señor Sebastián Claro menciona que el Gerente de Análisis Internacional en algún momento señaló que la inflación en Asia está disminuyendo un poco. En su opinión, ese no es el caso de China.

El Gerente señor Sergio Lehmann responde que lo que han estado haciendo en China es aplicar controles de precios, en especial a las carnes. Sin embargo, señala que también hay presiones desde el punto de vista de otros alimentos y que por tanto, también se prevé que puedan aplicarse algunas políticas de control adicional. Comenta el señor Gerente que tal vez está muy influenciada esa caída marginal en el caso de Asia, a controles de precios en algunas economías.

A propósito de esa observación, el señor Presidente menciona que leía hace unos días en un artículo del Wall Street del diario El Mercurio, que señalaba que todos los países controlan precios. Señala que recibió una noticia que decía que incluso en Colombia el Gobierno llegó a acuerdo con las cadenas de supermercados para que no suban algunos precios. Menciona que no debería sorprender que en la medida que los precios persistan, vengan aumentos de precios, porque precisamente el reclamo era que esta situación duró seis meses, pero que ahora había hecho crisis. Comenta que el país que se señalaba como ejemplo de esta práctica es Singapur, que tiene la mayor inflación de los últimos 25 años. Históricamente tenían 2% y ahora están en 4,5%. Entonces, agrega, es interesante ver qué parte de esta situación es producto de que ha habido mucho control de precio informal.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux comenta al Gerente señor Lehmann que las proyecciones de crecimiento de China se aprecian estables y no se ven afectadas por lo que está ocurriendo, pero que, a su vez, había mencionado que las exportaciones de Japón a China ya se han visto resentidas, y que probablemente en los próximos datos que se conozcan se va a empezar a notar algún efecto en los países emergentes.

El Gerente señor Lehmann comparte lo señalado por el Vicepresidente señor Desormeaux y agrega que las reducciones de crecimiento en China han sido menores, muy pequeñas, pero que por cierto constituyen un elemento de riesgo, en la medida que Estados Unidos de América pueda eventualmente tener una situación más crítica.

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

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Magendzo señala que en el ámbito interno, la información del último mes confirmó la desaceleración de la actividad en la segunda parte del año 2007, la que habría sido algo mayor que lo considerado en el escenario base del *IPoM* del mes de enero. En diciembre, la tasa de variación anual del IMACEC fue de 3,7% y 3,6% al considerar que se verificó un día hábil más que en igual período del año 2006 y que la composición de los días también estuvo por debajo de las estimaciones del mercado. Así, considerando el promedio de los IMACEC publicados, el crecimiento promedio del cuarto trimestre habría sido similar al del trimestre anterior, cerrando el año 2007 con un crecimiento promedio de 5,1% anual. Menciona el señor Magendzo que por sectores, en el mes de diciembre destacó la caída de aquéllos ligados a recursos naturales, principalmente electricidad, gas y agua (EGA) y la moderación en el crecimiento de los sectores de servicios. Por otra parte, indica el señor Magendzo que la industria sorprendió con una variación anual negativa, afectada fuertemente por una caída inusual en la producción de combustibles y por el bajo dinamismo de las ramas de oferta y transables manufactureras.

Respecto de la demanda, indica el expositor que con los datos del mes de diciembre se estima que en el último cuarto del año 2007 el crecimiento anual del consumo fue superior al del trimestre previo, aunque en términos de velocidad continuó con una moderada desaceleración, tal como se había anticipado en el *IPoM*. Hace presente que la inversión, aunque con noticias mixtas en el último mes, siguió mostrando tasas de variación anual importantes. Por un lado, el incremento del volumen de importaciones de bienes de capital del cuarto trimestre de 2007 tuvo correcciones al alza, por la revisión habitual de sus deflactores. Además, los datos disponibles a enero siguen dando cuenta del dinamismo de estas internaciones de bienes. Comenta el señor Magendzo que por otro lado, la información

respecto del mercado inmobiliario del cuarto trimestre de 2007, que se extrae de la encuesta *Collect* para el Gran Santiago, reafirma el menor dinamismo del sector residencial que indicaban las cifras de la Cámara Chilena de la Construcción, con una disminución de las ventas de viviendas nuevas y un aumento de los meses necesarios para agotar el stock. Por su parte, menciona el señor Magendzo que la revisión del Catastro de Inversión de la Corporación de Desarrollo Tecnológico de Bienes de Capital del mes de diciembre de 2007, mostró mejores perspectivas para el bienio 2008-2009, especialmente en proyectos mineros y energéticos, coherente con los precios persistentemente altos observados en estos sectores. Agrega el señor Magendzo que según el Catastro referido, en este año la inversión en construcción y obras de ingeniería tendría un aumento del orden de 45% respecto de 2007. Por último, señala que en el mes de enero las expectativas de los consumidores, medidas a través del Índice de Percepción de la Economía (IPEC) continuaron en el lado pesimista, deshaciendo parte de la recuperación que se había observado a fines del año 2007. Menciona además, que las expectativas de los empresarios mostraron un leve repunte, explicado solamente por la evolución de minería, que más que compensó la caída en los otros sectores.

Indica el señor Magendzo, que las cifras del mercado laboral del INE correspondientes al trimestre móvil octubre-diciembre siguen dando señales de menor estrechez. Por su parte, indica que la tasa de desempleo desestacionalizada volvió a aumentar, pasando desde 7,6% a 8%, con lo que el año 2007 cerró con un desempleo promedio de 7,1%. Agrega que en el aumento del desempleo de los últimos meses continúa incidiendo, principalmente, el fuerte crecimiento de la fuerza de trabajo que en diciembre aumentó 3,8% anual. Señala que en términos de la ocupación, tras el débil dinamismo que se verificó desde inicios del segundo semestre del año pasado, el crecimiento anual del empleo mostró un leve repunte en el último trimestre móvil del 2007 de 2,4% y 1,9% los dos meses previos. A su vez, la velocidad, que se había mantenido por varios meses en torno a cero, se elevó a 1,3%. Menciona el señor Magendzo que por categoría ocupacional, el empleo asalariado creció 4,4% anual y 4% promedio en los dos meses previos y el empleo por cuenta propia, siguió mostrando tasas de variación anual negativas. Hace presente también que por sectores, se observó un repunte del empleo de la construcción, en menor medida de la industria y un menor crecimiento anual del empleo del comercio. Por su parte, señala que las cifras de la Universidad de Chile para diciembre del año 2007, muestran un aumento del desempleo en el Gran Santiago, el que en términos desestacionalizados pasó de 8,3% a 8,7%, a la vez que el crecimiento anual del empleo se redujo respecto de los trimestres precedentes. Indica el señor Gerente de Análisis Macroeconómico que, en general, estas cifras son coherentes con las tendencias que se extraen de los datos del INE.

Manifiesta el señor Magendzo que en el mes de diciembre, el crecimiento anual de los salarios nominales continuó evolucionando de acuerdo con lo previsto. Agrega que según las cifras reportadas por el INE, registraron leves cambios en las tasas de variación anual respecto del mes anterior, mientras las velocidades de expansión siguieron disminuyendo. Por su parte, también señala que el costo de la mano de obra (CMO) creció 6,4% anual y las remuneraciones por hora (IREM) aumentaron 8,3% anual. Indica que en términos reales tanto el CMO como el IREM redujeron su tasa de variación anual, alcanzando -1,3% y 0,5%, respectivamente. A su vez, menciona que los salarios nominales de la Asociación Chilena de Seguridad aumentaron su tasa de crecimiento anual desde 7,3% en el mes de noviembre, a 8,6% en diciembre. Señala el señor Gerente referido que medido en términos reales, también aumentó su incremento anual de -0,1% en noviembre, a 0,8% en diciembre. Por su lado, en diciembre, los costos laborales unitarios (CLU) exhibieron un aumento significativo en su crecimiento anual, en comparación con lo observado en los meses previos, llegando a 6,4% anual en su medición total y a 4,5% anual en el caso del CLUX, con velocidades que, sin embargo, siguen disminuyendo.

4

Comenta el señor Gerente que las noticias del ámbito internacional repercutieron internamente en la evolución y la mayor volatilidad que presentaron el tipo de cambio y la Bolsa. Asimismo, señala el señor Magendzo que destacó la significativa apreciación del peso que, tanto en términos bilaterales como multilaterales, se ubicó en niveles en torno a 5% inferiores a los vigentes a la fecha de la reunión del mes de enero. Agrega, que parte de este descenso se puede atribuir a la ampliación del diferencial de tasas de interés existente entre Chile y otras economías, en particular, tras el agresivo recorte de tasas que llevó a cabo la *Fed* durante el mes de enero. Señala el señor Magendzo que al cierre de este Informe, una vez que se conocieron las cifras de IMACEC e inflación, la paridad peso-dólar alcanzó cotizaciones de hasta $475, aumentando casi $9, respecto del día anterior. Indica que el tipo de cambio real (TCR) se estima que promedió 88,6% en enero, en su medida 1986=100 y, considerando el valor *spot* del tipo de cambio nominal de los últimos tres días, se ubicaría en torno a 86%. Indica el expositor que este último valor es 3,5% menor al nivel que se indicó en el *IPoM* para diciembre. Por lo tanto, se estima que el tipo de cambio sigue por debajo del rango de valores que se consideran coherentes con sus fundamentos de largo plazo. Por otra parte, señala que la Bolsa local, medida a través del IPSA, continuó en las primeras semanas del año con la tendencia a la baja que presentaba desde fines del año 2007. Sin embargo, luego del sorpresivo recorte de tasas por parte de la *Fed*, el IPSA recuperó parte de las pérdidas, registrando un desempeño incluso superior al de otras plazas bursátiles. Menciona el Gerente señor Magendzo que todas formas, el año 2008 acumula una rentabilidad en pesos de -8,0% y -1,9% en dólares.

Por otra parte, señala el señor Magendzo que las tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile se movieron a la baja, pero en una magnitud superior a las de los bonos equivalentes en economías desarrolladas. Así, dependiendo del plazo, los rendimientos de los BCP eran entre 25 y 40 puntos base inferiores a los vigentes a la fecha de la Reunión del mes de enero, descenso que en el caso de los documentos reajustables estuvo en torno a 20 puntos base.

Hace presente también el señor Gerente de Análisis Macroeconómico que las expectativas de inflación de largo plazo, se mantuvieron ancladas en torno a 3% anual e indica que en el último mes, algunas de las medidas de expectativas de inflación se ajustaron a la baja, en coherencia con diversas noticias que apuntan a menores registros de inflación para los próximos meses, respecto de lo anteriormente previsto. Señala que en esta línea está, en primer término, la inyección de recursos al Fondo de Estabilización del Precio de los Combustibles (FEPC) y el menor precio internacional de los combustibles, que han implicado un descenso significativo de los precios internos; en segundo lugar, está la apreciación del peso. Por otra parte, señala el señor Magendzo que de acuerdo con la Encuesta a Operadores de Mesas de Dinero, la inflación esperada a uno y dos años se ubica en 3,80% y 3,45%, respectivamente, cifras que al momento de la Reunión de enero eran 4,15% y 3,5%. Por su parte, las expectativas que se desprenden de la compensación inflacionaria de los instrumentos derivados mostraron tendencias mixtas, mientras las de mayor plazo cayeron hasta valores en torno a 3,6% y 3,9% en enero; la de uno en uno aumenta hasta 3,8% y 3,6% en enero. Comenta que en episodios de alta volatilidad como el actual, es difícil aislar los premios presentes en los precios de los activos financieros, por lo que los cambios y el nivel de la compensación inflacionaria podrían no necesariamente estar reflejando las expectativas de inflación.

Menciona el expositor que en este escenario, las perspectivas para la Tasa de Política Monetaria se han ajustado a la baja respecto de los valores considerados en el *IPoM* del mes de enero. Hace presente que en esa ocasión, dependiendo de la fuente que se considere, se esperaban hasta dos incrementos de 25 puntos base, con lo que la Tasa de Política Monetaria podría llegar hasta 6,75%, en el curso del primer semestre del año. Indica

4

que actualmente, a partir del precio de los activos financieros se desprende que el mercado está esperando para este año entre una mantención de la Tasa de Política Monetaria y un aumento de 25 puntos base, el que se concretaría entre fines de este trimestre y comienzos del siguiente. Destaca que, respecto del mes pasado, la pendiente de la curva *forward* se empinó en el corto plazo y se incorpora la posibilidad de un recorte de 25 puntos base en la segunda parte del año.

Hace presente el señor Gerente de Análisis Macroeconómicos que los agregados monetarios y crediticios continuaron creciendo a tasas elevadas. Señala que con la información preliminar del mes de enero, las colocaciones a personas habrían crecido a una tasa anual similar a la de diciembre, mientras las empresas lo habrían hecho a una tasa algo menor. Por su parte, la encuesta sobre créditos bancarios del cuarto trimestre del 2007 reveló que las condiciones de aprobación de créditos se volvieron más restrictivas en segmentos específicos y que la demanda por financiamiento bancario continuó dinámica. Agrega que tanto para empresas como para personas, las mayores restricciones se han traducido, principalmente, en un aumento de las tasas de interés cobradas, en un contexto de perspectivas de un entorno económico menos favorable. Señala el señor Magendzo que esta situación es coherente con lo que muestran las estadísticas disponibles de tasas de interés. En tanto, en el segmento de créditos hipotecarios, conforme a lo informado respecto del 90% de los bancos encuestados, se observa que los estándares de aprobación se mantuvieron sin cambios, respecto del trimestre anterior.

Menciona también el expositor que en el mes de enero, la inflación IPC tuvo una variación mensual nula de 7,5% anual, valor que estuvo por debajo de lo registrado en los últimos meses y de lo esperado por el mercado. Agrega que este nulo registro inflacionario se vio influido, principalmente, por la caída en el precio interno de los combustibles y una rápida normalización de los elevados precios de los perecibles. Por su parte, las medidas de inflación subyacente, IPCX e IPCX1, aumentaron 0,4% mensual, con variaciones anuales de 6,1% y 6,3%, respectivamente. Señala que las velocidades trimestrales de estos tres indicadores disminuyeron, aunque la velocidad mensual del IPCX1 aumentó luego de tres meses de descenso. Indica que por grupos, la mayor variación mensual se verificó en salud con un 1,1%, mientras las mayores caídas se presentaron en vestuario, con -1,1% y en alimentación, con -0,7%.

Por último, señala el señor Magendzo que las medidas de tendencia inflacionaria y las que excluyen diversos componentes del IPC, crecieron a tasas anuales similares a las del mes anterior, manteniéndose en general por sobre niveles coherentes con la meta de inflación. Indica que el incremento anual de la media podada por artículos (MPA) pasó de 5,4% a 5,5%, mientras la variación anual de la poda de los componentes más volátiles (TMVC) se mantuvo en 3,8%. Por su lado, la inflación anual de servicios subyacentes, que estadísticamente muestra una mayor persistencia que la inflación de bienes subyacente, pasó desde 5,4% a 5,1%. Asimismo, el IPC sin alimentos y energía aumentó 2,9% anual y 3% en el mes de diciembre.

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

En cuanto a mercados financieros, el Consejero señor Manuel Marfán señala que tiene algunas dudas respecto de cuál es la tasa de interés externa relevante que se debe considerar en condiciones atípicas, como las que se han presentado en estos meses, con crisis de liquidez, para efectos de determinar la presión sobre el mercado cambiario. Agrega el Consejero señor Marfán, que en el corto plazo la tasa importante está implícita en las

operaciones *forward,* la que se había observado hace algunos meses que estaba anormalmente alta. Por consiguiente, aquél banco chileno que quería endeudarse para respaldar su saldo de operaciones *forward,* se estaba endeudando a una tasa de corto plazo, que era anormalmente elevada, pero cuyo *spread* ha venido bajando. En consecuencia, cree que, sin demasiados movimientos de tasas, igual se pueden explicar variaciones cambiarias, por los cambios en los *spreads*.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García señala que el tema que ha planteado el Consejero señor Manuel Marfán es que a ese diferencial, que se calcula con los futuros de *Fed funds* o la *forward* de *Fed funds*, debiera agregársele por un lado el *spread* interbancario, la *Libor*, y potencialmente, además, el *spread* local entre la *Libor* y la tasa de interés en dólares.

El Consejero señor Manuel Marfán indica que lo señalado por el Gerente de División Estudios resulta correcto en condiciones normales, pero si se está en medio de una crisis de liquidez, la tasa de interés que se considera no es la *Libor* más un *spread* normal, sino que es una *Libor* más un *spread* raro, producto de la iliquidez y, agrega que en algunas sesiones anteriores se había observado que la tasa de interés internacional, que estaba implícita en las operaciones *forward,* consideraba un *spread* que era anormalmente alto respecto de lo que era en situaciones sin crisis de liquidez.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán De Ramón señala que lo planteado por el Consejero señor Manuel Marfán es levemente distinto, ya que si el *spread* está alto podría significar que están realizando operaciones personas que se están activando en dólares y al mismo tiempo están cubriendo su posición como en el caso de las AFP. Por lo tanto, el costo lo están pagando quienes están invirtiendo en dólares y aquéllos que están endeudados en dólares, como son las grandes empresas chilenas, las exportadoras y otros que quisieran cubrir su posición en esa moneda "pesificándose". En consecuencia, señala que tales empresas reciben esta mayor tasa, por lo que su endeudamiento se afecta por este *spread* anormalmente alto y resulta más barato.

El Consejero señor Manuel Marfán menciona que no está cien por ciento seguro de su comentario, pero estima que podría analizarse en profundidad con posterioridad. Agrega, que se imagina que los bancos operan si todas las contrapartidas de las operaciones *forward* son bancos, las de las AFP operan con bancos y los exportadores también con bancos. El neteo, el broker es el sistema bancario. Si el sistema bancario está vendiendo más *forward* de los que está comprando, el mercado está comprando más *forward* de lo que está vendiendo, entonces en ese caso lo que tiene que hacer el banco es activarse en dólares y probablemente va al mercado *spots* a comprarlos. Si lo que ocurre es lo opuesto, y tiene que pasivarse en dólares, lo que tiene que hacer es pedir crédito por el neto. Por lo tanto, los exportadores y las AFP lo que hacen es que enfrentan exactamente el mismo precio *forward*, o sea, no es que unos tengan una tasa de interés de un tipo y los otros tengan una tasa de interés de otro tipo porque ahí sí que funciona justamente el arbitraje que están haciendo los bancos. Esa es la condición anormal que ha habido en este período y ese *spread*, que se vio en alguna sesión atrás, que era anormalmente muy alto, ha afectado a todos los participantes del mercado.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán De Ramón le señala al Consejero señor Manuel Marfán que podría prepararse una minuta, conjuntamente con la Gerencia de División Política Financiera, para ser presentada en alguna sesión posterior.

El Presidente señor José De Gregorio señala que el tema planteado lo uniría con la discusión sobre tipo de cambio.

El Consejero señor Enrique Marshall, sobre la misma materia, señala que en otras ocasiones también se ha planteado y discutido, el tema de si se debiera prestar más atención a la *Libor* que a la Tasa de Fondos Federales. Agrega, que en el mercado norteamericano la Tasa de Fondos Federales no es una tasa de referencia, no se efectúan operaciones con esa tasa y si se hace una operación con un banco no le pagan con la tasa de esos fondos, sino que todas las operaciones son a *Libor*, de manera que también habría que incorporar ese elemento en el análisis. Menciona también, que normalmente la *Libor* tiene una diferencia respecto a la de Fondos Federales que se calcula entre 10 y 20 puntos base por sobre la primera, pero sin embargo existen períodos en los cuales sube. En consecuencia, si se quiere explicar ciertos comportamientos, resulta mejor observar la trayectoria de la *Libor*, que en el último tiempo ha presentado una diferencia apreciable entre una y otra. Por consiguiente, le parece que también debiera incluirse en la minuta ya referida, que preparará la Gerencia de División Operaciones Financieras.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Igal Magendzo indica que, en su opinión, otro elemento que podría estar influyendo en el tipo de cambio tiene que ver con las posiciones *non delivery forward* y agrega que no se observa al menos en los registros, un cambio en esta posición relevante que pudiera estar correlacionado con lo que ha ocurrido en el tipo de cambio. También señala el señor Magendzo que obviamente puede haber posiciones que no están registradas y que podrían estar explicando, en parte, esta situación. Asimismo, expresa que también se han efectuado comentarios respecto al *carry trade* y éste se encuentra muy relacionado con el diferencial de tasas con Brasil y su correlación con las monedas, pero señala que no habría un incentivo para deshacer un *carry trade*. Comenta que en todo caso, no se cuenta con registros respecto de qué es lo que está sucediendo.

El Consejero señor Enrique Marshall, a propósito del contenido de la minuta que se elaboraría, estima que sería conveniente investigar algo más sobre cuál podría ser el volumen de operaciones respecto de las que no se tiene información.

Comenta el Consejero señor Marshall que entiende que en el pasado se han preparado algunas minutas sobre este tema y existe cierta tranquilidad sobre la materia puesto que la información que no se conocía era reducida, pero en esta oportunidad surge la hipótesis que podría tratarse de un número mayor de operaciones de ese tipo, lo cual crea algún grado de dificultad para efectuar un monitoreo de éstas para determinar sus implicancias y efectos en los mercados financieros. En consecuencia, estima que habría que investigar el volumen de los contratos de los cuales no se tiene información.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán De Ramón, en relación al comentario del Consejero señor Marshall, señala que una alternativa que podría utilizarse es obtener información, a través de la Mesa Internacional del Banco, respecto de los seis bancos extranjeros que tienen mayor presencia en Chile, y que probablemente corresponderían a aquéllos que podrían estar realizando este tipo de transacciones, respecto del stock de su posición de cambio.

El Gerente señor Magendzo señala que adicionalmente, quiere llamar la atención sobre el aumento extraordinario de volatilidad del tipo de cambio, que en todo caso ha estado por debajo de situaciones producidas en años anteriores, especialmente desde el año 2000, en particular el evento del 2001 y también en el 2004 y 2005 en que se observó una mayor volatilidad. Agrega que se ha efectuado un ejercicio respecto de la respuesta que en el Modelo de Proyección (MEP) tendrían ciertas variables ante una apreciación del tipo de cambio. El ejercicio se realizó con una apreciación de 7% del tipo de cambio nominal que corresponde a la diferencia entre el cierre estadístico del *IPoM* y el valor más bajo que alcanzó el TCN.

4

Menciona también que este modelo contempla tres escenarios. El primero de ellos, que es totalmente transitorio en el tipo de cambio nominal que cae 7%, y luego sigue la dinámica habitual del mencionado modelo. Otro escenario que es más permanente, en que el tipo de cambio nominal se mantiene 7% por debajo durante un año, y luego sigue la dinámica habitual. Y, un tercer escenario en que la caída es permanente, es decir, se produce una apreciación de 7% del tipo de cambio nominal y del tipo de cambio real de equilibrio. Lo anterior, se puede hacer en este modelo, porque refleja más que equilibrio parcial, un *shock* totalmente exógeno. Indica que se observa en este ejercicio que la inflación del IPC para fines de 2008, cae en aproximadamente un punto en el caso que es más permanente dicho *shock* y, cuando es más transitorio cae cerca de medio punto. Asimismo, señala que hacia fines de 2010 converge nuevamente a lo mismo, en atención a que actúa la política monetaria, y allí se observa que en el caso en que el *shock* es más permanente, la política monetaria sería unos 50 puntos base más baja que el escenario base. Por otro lado, comenta que si el *shock* es transitorio, las diferencias en movimientos de tasa son más bien menores, incluso en el MEP la tasa tiende a subir más adelante, porque empieza a reaccionar a la depreciación del tipo de cambio, que empuja la inflación hacia arriba, mientras que la apreciación está algo por encima en el horizonte y, los efectos no alcanzan a ser recogidos por la regla de ese modelo.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que cree que en este gráfico que se comenta existe un efecto visual, debido a que las escalas son distintas, pero si el tipo de cambio real, en la línea azul de dicho gráfico, termina siendo más bajo que en las líneas roja o mostaza, significa que la tasa de interés real, probablemente en la línea azul es más alta que en las otras, lo anterior, por una simple cuestión de arbitraje. De otro modo, si se quiere que el tipo de cambio real suba, la tasa de interés real para una misma tasa de interés real externa, tendría que ser más baja.

En consecuencia, señala el Consejero señor Marfán que la razón por la cual la tasa de política nominal va por abajo, es porque la inflación también está siendo más baja. Por lo tanto, cree que el diferencial de inflación debería ser mayor que el diferencial de tasa para que el modelo cuadre.

El Gerente señor Pablo García señala que desea realizar una precisión respecto de ese ejercicio en el sentido que la apreciación del tipo de cambio real no se genera por diferencial de tasas reales. Indica, que se trata de una apreciación real de largo plazo que se supone que ocurre por azar. Señala que no existe un artificio por el lado del diferencial que motive esa apreciación y en eso consiste la particularidad del MEP que permite realizar este tipo de ejercicio.

El Consejero señor Enrique Marshall, sobre colocación a personas y empresas, señala que falta observar cómo han aumentado las tasas de las tarjetas de crédito, instrumentos que resultan riesgosos. Agrega, que desde mediados del año pasado hasta la fecha ha habido un aumento significativo respecto a la percepción de riesgo de tales instrumentos, ya que no requiere de una selección de las personas como sucede con los créditos de consumo.

El Consejero señor Manuel Marfán, respecto al mismo tema, comenta que tiene la impresión que la elasticidad del precio de los créditos de consumo es baja, y de hecho la tasa de interés promedio que se cobra a los titulares de tarjetas de crédito es sumamente alta y no existe la sensación que se estén restringiendo las decisiones de endeudamiento de los consumidores a no ser que sea un crédito donde se calcula la cuota.

4

El Gerente señor Magendzo menciona que en algún momento el Banco Central de Chile señaló que para el crédito de consumo lo más relevante era el valor cuota y eso correspondía a un plazo y a un *spread*, lo que produce una contracción en ambos indicadores. Es decir, que los bancos estarían dispuestos a entregar dinero a menores plazos y a tasas de interés más altas y en consecuencia, el valor de la cuota debiera estar aumentando y se esperaría que tenga un efecto en el comportamiento de las colocaciones con efectos en la demanda, lo que en todo caso hasta ahora no se ha observado.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que debe tenerse en cuenta que en el caso de créditos de consumo, en particular, el freno opera con mucha lentitud, ya que lo primero que hacen los bancos cuando un cliente se encuentra con algún problema financiero es tratar de ofrecerle una formula de solución para reprogramarlos y en consecuencia, se continúa observando un crecimiento del crédito.

En cuanto a proyecciones de crecimiento, el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Igal Magendzo señala que resulta relevante en el cambio de proyecciones lo referido al tema de la electricidad y el estado de los embalses, que aunque se han recuperado, se mantienen bastante bajos respecto del año 2005 y por sobre el estado en que se encontraban en el período 1997 – 1999, en donde prácticamente carecían de agua.

El Consejero señor Enrique Marshall menciona que esta información aparentemente indicaría que estos embalses se encuentran en niveles históricos en cuanto a su situación hidrológica. Sin embargo, advierte que el tema se ha agravado por la falta de gas proveniente de Argentina.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que la situación que se plantea hay que ponerla en un contexto de la existencia de otras fuentes alternativas de generación eléctrica, porque a fines de la década de los 90 se estaban habilitando gaseoductos y el hecho de tener una enorme restricción hídrica no necesariamente significaba una restricción futura porque se estaba creando una nueva forma de generación eléctrica más poderosa. Agrega, que hoy día esta situación es muy distinta, porque para el futuro existe más bien una cierta lentitud en la habilitación de nuevas fuentes de generación eléctrica, ocasionadas por algunos retrasos en la aprobación de la denominada "Ley Corta" o por cualquier otra causa, considerando además que la proyección de lluvias para este año sería baja.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García comenta en primer lugar, que el gráfico que se muestra refleja que la tendencia estacional histórica no se está dando en esta época del año y sí se espera que en el margen se usen los recursos hídricos existentes. Menciona que la capacidad de generación eléctrica seguirá cayendo en el curso del año 2008, lo que producirá un impacto en costos y tarifas eléctricas.

El Gerente señor Magendzo indica que gran parte de la volatilidad que se ha presentado en el PIB últimamente, se explica por recursos naturales asociados a la minería, ya que repuntes de la producción minera son los que están produciendo la volatilidad en la variación trimestre a trimestre. Agrega, que también se ha observado que en términos de valor agregado resto existe una cierta desaceleración hacia adelante, pero que es relativamente moderada.

El Consejero señor Manual Marfán comenta que se encuentra pendiente un estudio respecto a cómo son las relaciones entre energía y el PIB potencial, porque ello es lo mismo que el aumento del precio del petróleo. Indica el señor Consejero que el aumento de este último siempre se ha tratado como un *shock* de oferta para efectos de la inflación, pero no lo es para efectos del PIB. En consecuencia, esta situación le parece extraña, ya que tiene la

impresión que lo que ocurre es que se desplaza la curva de oferta de precios y cantidades. Señala que lo mismo sucedería producto de la sequía, de menores fuentes de energía eléctrica y otros, lo que afectaría el PIB potencial si es que resulta ser significativo, producto del análisis que estaría realizando la Gerencia de División Estudios.

Por otra parte, el Consejero señor Manuel Marfán comenta que la coyuntura ha estado muy volátil, especialmente en materia de inflación y precios, debido al tipo de cambio o por algún otro elemento. Agrega que tiene la sensación que el sector privado internaliza cada nuevo dato y ajusta nuevamente su proyección y por consiguiente, le parece que la proyección depende del último dato. Manifiesta el señor Consejero, que este fenómeno suele ocurrir en momentos de mayor volatilidad y estima que no debe mirarse con desprecio esa forma de hacer las cosas, ya el Banco procede de similar manera cuando cambia las proyecciones del *IPoM*, con motivo de los nuevos datos que se obtienen. Otro comentario tiene que ver con que en la última Reunión de Política Monetaria se puso un sesgo en el comunicado bastante claro respecto a futuras alzas en la Tasa de Política Monetaria.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que los precios que han mostrado mucha volatilidad son los de los combustibles y podría aparecer que se está efectuando una corrección hacia la baja, pero éste podría tener un alto margen de error porque esta situación sucede si todo permanece en los actuales niveles. Sin embargo, cree que atendida la evolución pasada del tipo de cambio habría que tener alguna precaución por los altos márgenes de error que pudieran existir.

Por otra parte, comenta que le llama la atención el alza esperada por el mercado respecto de la Tasa de Política Monetaria, la que después presentaría una corrección hacia abajo que conlleva un margen de error no menor. Le parece que habría que efectuar una lectura algo más cuidadosa, en atención a que para el mes de marzo se proyecta una inflación, la que hacia el futuro sería más moderada en un rango de 2% a 3%. Por consiguiente, cree que los precios están afectados por esa inflación alta de marzo, que se traduciría en un alza de la UF por un período de 30 días. Indica que se podría estar haciendo una lectura que el mercado está esperando un alza de tasa, en circunstancia que los precios reflejan que se va a tener un mes de marzo anormalmente alto, lo que se va a traducir en un impacto en la UF y debe ser arbitrado de alguna manera en el mercado. Señala que todo depende de los horizontes que se estén considerando.

El Gerente de Investigación Económica, señor Klaus Schmidt-Hebbel señala que coincide con lo que se ha dicho en el sentido que el mercado ha sobrerreaccionado a las novedades puntuales del mes. Indica el señor Gerente que una excepción que estima preocupante de esta coyuntura es el hecho que el mercado en las compensaciones inflacionarias *forward* promedio de uno en uno ha subido en sus dos medidas, del diferencial obtenido del Banco Central y del diferencial que se extrae de las tasas *swap*, diez puntos base en una medida y en la otra 25 puntos base y como eso exactamente coincide con el horizonte de política de uno en uno, es la única señal que considera preocupante e inflacionaria en un contexto general de debilitamiento tanto en la economía doméstica como de la economía internacional.

El Presidente señor De Gregorio comenta que esa es la mejor demostración que son malas medidas de expectativas inflacionarias, que tienen una sorpresa negativa de inflación que en cualquier modelo y escenario debería llevar a un *narrowing* de la compensación inflacionaria. Indica que si se amplía 10 puntos, es una prima y eso es una muy buena indicación de cómo se pueden leer las primas de riesgo. Menciona que se puede discutir mucho sobre las décimas y estima que hay una cosa importante, como todas estas cosas están llenas de primas, hay que tomárselo con un poco de cautela. Considera que todos reaccionan

muy fuerte a informaciones de un mes, lo que solamente constituye un dato por la estructura de los modelos. Agrega que en el caso de la estimación del Banco y las proyecciones del *IpoM*, si bien es cierto que este movimiento de tasas empezó a ocurrir hacia la mitad de la discusión, se debe a que en esa etapa se empieza a ser más fino en los modelos. No se trata de una reacción sólo al dato, sino que el propio proceso de estimación se va afinando de a poco y se van construyendo los datos que empiezan a salir. Dado el ámbito de incertidumbre, considera que se está en una situación compleja.

Por otra parte, en relación a la pregunta que planteara el Consejero señor Marfán respecto a si es producto o producto potencial, menciona que desde el punto de vista de su implicancia de política monetaria es monumental, porque cambia el signo.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García considera que hay tres temas relevantes. El primero es la interpretación respecto a brecha, inflación y política monetaria en las noticias de actividad. Estima que falta bastante para evaluarlas, pero si se tratara de un *shock* generalizado o si se hubiese visto a lo largo de varios sectores que dependían de la demanda, quizá podría tratarse de un caso más importante por el lado de la brecha. Menciona que el impacto, como se ha dicho, es de todas formas de un par de décimas.

Un segundo tema que menciona el señor Gerente de División, es cómo se interpreta la información coyuntural, cómo se evalúa y cómo se pondera. Estima que hay una diferencia cualitativa de las sorpresas de enero respecto a las de diciembre pasado. Indica que a diciembre se llevaba varios meses con sorpresas inflacionarias que se identificaron en algunos segmentos específicos, pero ese mes se tuvo una sorpresa inflacionaria de importancia, bastante generalizada y que llevó a evaluar si se estaba en una situación de persistencia que podría ser mayor de la que se consideró en su momento, situación que produjo una discusión bastante amplia cuando se conocieron las sorpresas de diciembre. Comenta el señor García, que las sorpresas de diciembre no fueron por las cifras, sino que la interpretación que se hizo de los modelos. A diferencia de esa sorpresa, lo que se está viendo ahora, que es de una magnitud parecida, son algunos aspectos bien puntuales, pero no se ha observado ninguna sorpresa generalizada a la baja en el proceso inflacionario que haga pensar que las perspectivas de persistencia de los *shocks* que se vieron el año pasado, se estén aminorando. Considera el señor Gerente de División Estudios que genuinamente se podría tener esa discusión, aunque no se obtendría una conclusión muy diferente, dada la magnitud del *shock*, porque es bien identificable la parte de combustibles, de perecibles y los otros que mencionó el Gerente de Análisis Macroeconómico.

Señala el señor García que el tercer punto y donde sí hay un elemento muy significativo, que potencialmente tiene grandes implicancias de política monetaria y donde sí se hizo el ejercicio para actualizarla, fue en la situación cambiaria. Señala que constituye una noticia importante que no está incorporada en las proyecciones del *IPoM* de enero y donde el impacto en las tasas de interés y en la inflación puede ser bastante significativo, dependiendo de la decisión que se adopte. Agrega que de hecho, si se hiciera una proyección del *IPoM* hoy día con el supuesto habitual, de que esto converge al nivel de largo plazo, se estaría presentando una depreciación real del tipo de cambio, con un lenguaje probablemente más agresivo del que salió en el *IpoM*; no de una leve depreciación, sino de una más significativa y con una trayectoria de tasas de interés que posiblemente sería distinta.

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.

BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión Nº 119
Política Monetaria
07.02.2008 17.-

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria Nº 119.

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

El Gerente de División Estudios señala que en la última Reunión de Política Monetaria, en el mes de enero del presente año, el Consejo decidió aumentar la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base, decisión que se estimó congruente con las perspectivas de mayor inflación contenidas en el reciente *IPoM*, y que además permitía asegurar la convergencia de la inflación a 3% anual en el horizonte de política. Adicionalmente, señala el Gerente de División Estudios, señor García que el Consejo comunicó que, aunque las decisiones futuras dependerían de la información recibida, podían ser necesarios ajustes adicionales a la Tasa de Política Monetaria.

Agrega, que desde dicha Reunión, las principales noticias que se han acumulado son las siguientes:

1. En el ámbito internacional, los indicadores del mes siguieron dando cuenta de marcados deterioros adicionales en Estados Unidos de América, tanto en sectores productivos como en las condiciones financieras. Esto ha motivado niveles elevados de volatilidad bursátil en los principales mercados desarrollados y emergentes, con caídas significativas de precios de acciones.

2. Señala también, que el debilitado escenario económico en Estados Unidos de América, ha motivado acciones de política monetaria inesperadamente agresivas por parte de la *Fed*, acumulando 125 puntos base de recorte en su tasa de referencia durante las últimas semanas, esperándose ahora que la tasa de fondos federales se ubique en torno a 2% en seis meses más, comparado con una expectativa de 3% en la última reunión.

3. Agrega el señor García que en el resto de las economías desarrolladas y emergentes importantes no se han apreciado signos de un debilitamiento claramente mayor que el previsto, y las autoridades no han variado su visión de política de un mes atrás. El mercado, en todo caso, sí anticipa menores tasas de interés.

4. Por otro lado, el precio del cobre se mantiene alto, mientras que el petróleo y la gasolina han tendido a descender.

5. En el caso de Chile, las principales novedades han sido una apreciación del peso, bastante menos inflación en enero que la proyectada, un crecimiento algo menos dinámico, y mayores riesgos por el lado del abastecimiento eléctrico.

6. Por el lado cambiario, señala el señor Gerente de División Estudios que el peso se ha mantenido en niveles más fortalecidos, entre 4% y 6%, que los implícitos en las proyecciones del *IPoM*. Aunque como siempre es difícil explicar las causas de la volatilidad cambiaria, el elevado componente inesperado en el incremento del diferencial de tasas entre Chile y Estados Unidos de América, y su persistencia anticipada, podría explicar una fracción relevante de esta apreciación.

7. Comenta el señor García que en términos de actividad económica, la principal sorpresa fue una significativa caída en la refinación de combustibles. Esto, junto con los mayores riesgos en el ámbito eléctrico, lleva a revisar a la baja el crecimiento del primer semestre en tres décimas.

8. Por el lado de los precios, señala que las contribuciones a la menor inflación estuvieron en elementos volátiles, como los perecibles, los combustibles y los transportes, estos dos últimos, por caídas de precios internacionales y por apreciación cambiaria. Asimismo, indica que las medidas subyacentes de la inflación no han vuelto a aumentar aunque se mantienen elevadas.

9. Indica que las expectativas privadas han interpretado el conjunto de noticias como sugerentes de una dinámica inflacionaria más benigna, y han corregido la trayectoria esperada para la Tasa de Política Monetaria, reduciendo el número de aumentos de un rango de cero a dos a un rango de cero a un alza adicional.

Comenta el Gerente de División Estudios señor Pablo García que dados los antecedentes acumulados desde la última Reunión de Política Monetaria, se considera que las opciones más plausibles para esta ocasión corresponden a un incremento de la Tasa de Política Monetaria de 25 puntos base, similar a los efectuados en circunstancias anteriores, o su mantención en el nivel actual.

Señala el señor García que la opción de considerar un aumento de la Tasa de Política Monetaria en esta oportunidad, se puede justificar en la medida en que se estime que el escenario macroeconómico, contenido en el Informe de Política Monetaria sigue vigente en lo grueso y, por tanto, que las noticias de enero no modifican de manera muy significativa las tendencias de mediano plazo de la inflación. Menciona que por un lado, no se estima que existan antecedentes suficientes como para alterar de manera importante las proyecciones de inflación de mediano plazo a partir de las sorpresas de inflación y actividad de enero. Agrega el señor García que en la medida que se estime que la apreciación cambiaria sólo refleje volatilidad, ésta no debería persistir y, por tanto, no se daría por este lado una fuerza desinflacionaria significativa. La expansión del crédito y el dinero continúa en cifras similares a los meses pasados, revelando que las condiciones financieras locales son aún ventajosas, mientras la demanda interna, en particular la inversión, continúa dinámica. Asimismo, indica que el escenario externo se ha deteriorado, pero todavía no se aprecian efectos en economías emergentes, más allá de los vaivenes bursátiles. Señala también que aunque la trayectoria de tasas se ha aplanado, el mercado aún considera en las valoraciones un incremento adicional de la Tasa de Política Monetaria, con compensaciones inflacionarias que siguen elevadas.

Agrega el señor García que la opción de mantener la Tasa de Política Monetaria en esta ocasión se puede justificar de dos maneras. Primero, como una pausa para acumular antecedentes dentro de un escenario macroeconómico similar al contenido en el Informe de Política Monetaria. Esto se justificaría principalmente por dudas respecto de la persistencia de las noticias inflacionarias más recientes, por un lado, y de la apreciación del tipo de cambio, por otro. Adicionalmente, el entorno global se ha deteriorado y hay dudas relevantes respecto de cómo impactará al resto del mundo un escenario de mayor debilidad en Estados Unidos de América.

Indica el señor García que en segundo lugar, para justificar una mantención de la Tasa de Política Monetaria se puede evaluar que el escenario macroeconómico es ahora distinto, y por tanto el diagnóstico de política monetaria también ha variado. Esta última visión resultaría de mirar con un prisma algo distinto los argumentos señalados con anterioridad, principalmente referidos a las implicancias desinflacionarias de la apreciación cambiaria

reciente y el dato de IPC de enero, leyéndolos como fenómenos de mayor persistencia. Asimismo, aunque la expansión de los agregados monetarios y crediticios sigue relativamente dinámica, la encuesta de condiciones de otorgamiento de créditos revela estándares más estrictos para todos los segmentos de deudores. Agrega que el crecimiento proyectado de la actividad para el primer trimestre se ha corregido a la baja, mientras que el escenario global muestra un deterioro significativo que, tarde o temprano, afectará a las economías emergentes.

Manifiesta que con relación al mayor riesgo energético que se ha presentado en la última semana, sus implicancias sobre política monetaria no son del todo obvias. Por un lado, mayores costos de la energía traerán efectos adicionales en precios internos en el corto plazo, justamente cuando se proyecta que la inflación anual comenzaría a disminuir. Por otro lado, el impacto negativo en actividad y gasto lleva a implicancias sobre holguras y presiones subyacentes de precios que son inciertas, y los riesgos de un escenario energético negativo que persista hacia el 2009, se han incrementado.

Agrega el señor García que como se ha mencionado, un tema clave a la hora de evaluar cursos de política es el impacto en inflación de mediano plazo de la apreciación reciente del tipo de cambio. Indica que en caso de ser totalmente persistente, esta apreciación de 5% llevaría a la inflación dentro del rango meta hacia el cuarto trimestre de este año y cerca del piso del mismo rango durante el primer semestre de 2009. La trayectoria de política monetaria coherente con este escenario alternativo sería con reducciones acumuladas de hasta 75 puntos base durante el segundo semestre de este año y, los efectos de trayectorias menos persistentes son bastante más acotados.

Señala el señor García que respecto de la trayectoria del precio de los combustibles, con la información disponible a hoy la incidencia hacia fines de 2009 sería de a lo más un par de décimas de menor inflación, dada la convergencia de la paridad a cifras cercanas al techo actual del *FEPP*. Menciona que si por el contrario, se mantiene el subsidio de $ 40, el efecto podría llegar a ser algo menor de medio punto a fin de año.

Agrega el señor García que como es habitual, consideraciones de orden táctico y comunicacional pueden llevar en esta ocasión a ponderar de diversa forma las alternativas planteadas. Primero, se estima que aunque tanto una mantención como un incremento de 25 puntos base son congruentes con el escenario base del *IPoM*, la segunda opción daría una indicación inequívoca de que la trayectoria reciente del tipo de cambio no es incoherente en el esquema de flotación cambiaria. Segundo, una combinación de mantención de la Tasa de Política Monetaria y eliminación del sesgo da una indicación de que se perciben implicancias desinflacionarias relevantes de la apreciación del tipo de cambio o que se ve un deterioro del escenario global para Chile en el corto plazo. Estas indicaciones serían menos intensas en el caso de mantener el sesgo a la espera de mayor información.

Menciona el señor García que en tercer lugar, es importante evitar la percepción de que las decisiones de política monetaria constituyen una reacción mecánica o exagerada a las noticias del mes. Agrega que el horizonte de la política monetaria es en torno a dos años y la potencia de la política monetaria está determinada por su persistencia y su orientación a cumplir con el objetivo en el horizonte de política. Por ello, estima que un cambio de diagnóstico relevante respecto a la última Reunión de Política Monetaria no debería justificarse con antecedentes de un solo mes.

Finalmente, menciona el Gerente de División señor García que con respecto a lo que espera el mercado, mayoritariamente se anticipa una mantención en esta ocasión, aunque aún con probabilidad de aumentos en el futuro.

Lp

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

El Gerente de Investigación Económica señor Klaus Schmidt-Hebbel, señala que la gran mayoría de las novedades del mes apuntan a una sola dirección, la que consiste en la circunstancia que en la economía internacional, hay importantes componentes no anticipados en el desarrollo de la crisis *sub-prime* y sus coletazos financieros y reales, en el debilitamiento de la economía de Estados Unidos de América y en algunos otros países importantes, en el precio del petróleo y, en particular, en la dramática reducción del *Fed Funds Rate* en 125 puntos base. Agrega que del anterior debilitamiento de la economía mundial sólo han escapado los precios de algunos *commodities*, como sucede con el caso del cobre.

Señala el señor Gerente de Investigación Económica que en la economía doméstica se han verificado *shocks* contractivos de oferta en la producción, reflejados en un crecimiento menor proyectado para el primer trimestre de 2008, y sorpresas a la baja en los precios de ítems volátiles, reflejadas en un componente no anticipado de -0,6% en el registro del IPC del mes de enero. Comenta que a ello se agrega una apreciación del tipo de cambio nominal en tomo a 5%, probablemente derivada, en gran parte, de la reducción sorpresiva de la tasa de política de la *Fed*, explicación congruente con una depreciación anticipada futura del tipo de cambio, coherente con el diferencial de las tasas de rendimiento esperadas a futuro.

Agrega que estas novedades, en la medida en que modifiquen también las proyecciones futuras de brechas e inflación, justificarían una política monetaria menos restrictiva.

Sin embargo, cree que hay un antecedente que apunta en la dirección contraria, mientras que las compensaciones inflacionarias a 12 meses y de *forwards* de tres en dos y de cinco en cinco, caen respecto a un mes atrás. Por su parte, la compensación inflacionaria de *forward* de uno en uno sube en 10 puntos base durante el último mes, llegando a 3,70%, al cierre estadístico de ayer. Menciona el Gerente de Investigación Económica que quisiera detenerse brevemente en esa novedad, porque el plazo de la compensación uno en uno coincide precisamente con el horizonte de política monetaria del Banco, por lo que esta medida de la compensación inflacionaria, aunque es imperfecta en relación a las expectativas de inflación del mercado en dicho plazo, debe ponderarse con mucha más atención que lo que sucede para plazos distintos. Por lo tanto, señala que detrás de este aumento de la compensación inflacionaria pueden haber tres factores o una combinación de ellos, esto es un alza en el premio por riesgo inflación, y alza en el premio por riesgo liquidez o un alza en las expectativas de inflación. Le parece al señor Gerente de Investigación Económica que resulta difícil argumentar que se debe a un alza en el premio por riesgo inflación, porque dicho mayor riesgo debería haberse reflejado con mucha más intensidad en un alza en la compensación inflacionaria en doce meses, pero ésta se redujo en 108 puntos base en los últimos treinta y un días.

Señala también, que en ausencia de buenas medidas de las ofertas relativas a títulos emitidos a plazos distintos y una adecuada identificación de cambios en las demandas deseadas de estos instrumentos, no se puede discernir si el alza de la compensación inflacionaria a doce meses se debe a un aumento en el premio de liquidez o a un aumento de expectativas inflacionarias. Agrega que sí se debe señalar que las cuatro medidas de compensación inflacionaria, a distintos plazos, se encuentran hoy muy cercanas entre sí, esto es, entre 3,52% y 3,76%, que son niveles aún preocupantes y que justificaron las alzas en la Tasa de Política Monetaria realizadas en el pasado reciente.

4

Finalmente, el Gerente de Investigación Económica estima que, balanceando las novedades nacionales e internacionales contractivas en actividad y precios, con el riesgo que aún se enfrentan por las altas compensaciones inflacionarias, y con la mantención de la coherencia intertemporal en las decisiones de política, se sugiere adoptar una política levemente menos restrictiva en esta ocasión, manteniendo la Tasa de Política Monetaria en 6,25%, pero suprimiendo todo sesgo a dicha decisión.

El señor Presidente ofrece la palabra al Gerente de División Política Financiera, señor Kevin Cowan Logan.

Indica el señor Cowan que el motivo principal para mantener la Tasa de Política Monetaria, lo constituye una serie de eventos, y de nueva información que apuntan a un escenario de demanda agregada más contractivo que lo anticipado en la última Reunión de Política Monetaria.

El señor Gerente mencionado destaca que, en primer lugar, aquellos eventos que apuntan a un menor nivel de actividad económica para el próximo año, en Estados Unidos de América y Europa, son los siguientes: la información sobre los niveles de actividad del año 2007; las proyecciones para el año 2008 de agentes privados; las decisiones de la *Fed* y el Banco de Inglaterra de rebajas de tasas. En este aspecto, merece la pena destacar que el Banco de Inglaterra en su *statement* indica que uno de los motivos de rebaja de tasas es *"The prospects for output growth abroad have deteriorated and the disruption to global financial markets has continued"*; las indicaciones de que las condiciones crediticias bancarias en Estados Unidos de América se están volviendo más contractivas; y en general, un panorama financiero que no muestra señales de despejarse en el corto plazo, llevando a la mantención de altos *spreads* y bajo levantamiento de fondos en los mercados de renta fija no bancarios.

En segundo lugar, señala el señor Cowan que existen indicaciones de que las condiciones financieras en el mercado doméstico eran más contractivas de lo que se pensaba hace un mes, en particular, la mayor restricción en las colocaciones bancarias, de consumo y comerciales, y en alguna medida, la desaceleración en la tasa de crecimiento de las colocaciones de consumo bancarias.

El Gerente de División Política Financiera sugiere, en consecuencia, mantener la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual con un sesgo al alza en el comunicado, por cuanto las expectativas de inflación a mediano plazo permanecen altas.

Por último, indica que quiere sumarse a la preocupación expresada en la Minuta de Opciones, respecto a la importancia de no justificar la decisión de políticas en base a los eventos del último mes.

El Consejero señor Manuel Marfán consulta si el posible que se informe con algún detalle, de las decisiones del Banco de Inglaterra y el Banco Central Europeo, principalmente respecto a los sesgos que incluyeron en el fundamento de sus decisiones.

El Gerente de Análisis Internacional indica al Consejero señor Marfán, que el Banco de Inglaterra básicamente planteó su preocupación por el crecimiento mundial, así como también señaló la existencia de un escenario totalmente deteriorado. Agrega el señor Lehmann que el mencionado Banco está observando condiciones crediticias más estrechas, no de la magnitud que se presentan en Estados Unidos de América, pero que dan cuenta de una contracción de las condiciones crediticias en general en el Reino Unido y por otro lado, como

4

aparece en el comunicado del Banco de Inglaterra, la inflación a diciembre está cerca del 2%, es decir, tiene menos presiones inflacionarias por ese lado. Respecto al Banco Central Europeo, que mantuvo su tasa en 4%, el planteamiento que efectúa dicha institución está relacionado con un entorno internacional más deteriorado y una visión de preocupación respecto a la actividad en Europa, afectada por la situación en Estados Unidos de América. Agrega el señor Lehmann que este comunicado del Banco Central Europeo es algo más cuidadoso y plantea que las presiones inflacionarias se mantienen y por lo tanto, ese sesgo permanente respecto de la preocupación por los créditos también se sostiene. No obstante esto, el mercado sigue esperando recortes en el futuro.

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

La señora Ministra de Hacienda Subrogante señala que le ha parecido muy interesante la Reunión realizada durante la mañana y felicita a quienes expusieron, por el buen trabajo que han efectuado.

En cuanto al tema de fondo, le parece que tal como lo señaló la Gerencia de División Estudios en la exposición antes referida y también en la Minuta de Opciones, hay noticias que se han acumulado en este mes que son básicamente cuatro: un escenario externo más volátil y más deteriorado en relación al esperado en el *IPoM,* especialmente en el caso de Estados Unidos de América; una mayor incertidumbre respecto a los efectos que tenga la desaceleración en los Estados Unidos de América en el resto del mundo, en que no se descartan que algunas economías se acoplen a Estados Unidos de América, en línea con lo que se hubiese esperado en el pasado; una menor inflación a la prevista, que en el futuro se pueda materializar en presiones inflacionarias de otra índole. Agrega que, por cierto las proyecciones del Banco y las del mercado muestran menos inflación hacia el futuro que la esperada hace un mes atrás y, el último elemento noticioso, que desde su punto de vista no es extremadamente relevante, es un menor crecimiento al esperado. Agrega también una reflexión que va más allá del *IPoM* pasado, que dice relación a que las estimaciones de crecimiento han venido cayendo de manera sistemática desde septiembre.

Hace presente que ciertamente el desempeño asociado a sectores de recursos naturales y lo señalado por la Gerencia de División Estudios, explica en parte el importante resultado de este deterioro, pero cree que este fenómeno va más allá de lo observado. Asimismo, indica que el valor agregado del resto de los sectores ha venido cayendo sistemáticamente desde septiembre pasado y ello debiese constituir una luz de alerta respecto de lo que pueda suceder con la actividad durante este año y ciertamente, con respecto a presiones inflacionarias en el horizonte de política.

Por tanto y en este contexto, la señora Ministra de Hacienda Subrogante, cree oportuno mantener la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual. En relación al comunicado, le parece necesario entregar la señal en cuanto a que la información acumulada en este mes, tiende a reducir las presiones inflacionarias.

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

4

El Consejero señor Sebastián Claro agradece a la Gerencia de División Estudios por el trabajo realizado y destaca que, personalmente, se siente muy interpretado por los comentarios entregados en la Minuta de Opciones.

Señala el Consejero señor Claro, que el último mes ha sido particularmente abundante en datos novedosos. Sin embargo, indica que tiene dudas respecto al contenido informativo de éstos. Agrega que los principales antecedentes desde la última Reunión son: un registro de inflación de enero menor al esperado; una baja cifra del IMACEC en diciembre; una apreciación considerable del peso, evidencia clara de una desaceleración en Estados Unidos de América, aunque la incertidumbre sobre la amplitud y duración de ésta se mantiene en incógnita. Le parece que sigue habiendo incertidumbre sobre el efecto de la desaceleración en Estados Unidos de América sobre otros países desarrollados o países emergentes, pero hasta ahora no existe evidencia que indique una desaceleración generalizada y mucho movimiento bursátil.

Por otra parte, menciona que la baja inflación de enero parece obedecer principalmente a factores puntuales: la caída del tipo de cambio nominal mas allá de lo que la evolución de la política monetaria predice; la caída en el precio del petróleo, e inyección fiscal al Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles. En su opinión, controlando esta situación y con supuestos razonables respecto de la evolución futura de estos *shocks*, la dinámica de la inflación no presenta mayores novedades.

Comenta asimismo, que la cifra del IMACEC también tiene componentes puntuales, pero que las mayores novedades respecto de la evolución futura del producto tienen su origen, hasta ahora, en elementos de oferta, y al respecto piensa especialmente en el tema de la energía que difícilmente pueden y deben ser compensados con política monetaria. Agrega que las proyecciones de crecimiento de la demanda interna siguen altas, y la política monetaria sigue contribuyendo a su expansión. Manifiesta que las mayores restricciones crediticias, que no se reflejan significativamente en menores cantidades, son parte deseada del ajuste iniciado a mediados de 2007 y por lo tanto, en su opinión, no serían preocupantes.

Por otro lado, en el ámbito internacional, el Consejero señor Claro menciona que la sorpresiva reacción de la *Fed*, por lo menos en el *timing* y también en el tamaño del ajuste, no es fácil de interpretar. Asimismo, dicha reacción confirmó o anticipó las malas cifras que se conocieron con posterioridad, pero por otro lado podrían atenuar en parte una contracción importante. Señala que en todo caso, parece claro que el crecimiento en Estados Unidos de América el 2008 será menor que el considerado originalmente. Indica que en Europa, la preocupación fundamental es el alza en la inflación, y tal como lo señala el comunicado de hoy del *Banco Central Europeo*, los riesgos de mayor inflación en el mediano plazo son importantes, en el contexto del crecimiento del dinero y crédito muy fuertes y con fundamentos económicos sólidos. Agrega también que, por el lado del producto, se argumenta que la situación todavía es muy comentada. Hace presente el Consejero señor Claro, que en China la preocupación creciente es la inflación, que es consecuencia de que la flexibilización cambiaria no vino acompañada de una moderación en la expansión monetaria y del crédito, en el contexto de un sistema financiero bastante discreto. En todo caso, los *spreads* de riesgo soberano y los precios de los *commodities* no parecen estar evidenciando efectos fuertes sobre países en desarrollo, y no puede descartarse efectos mayores en el corto y mediano plazo.

4p

En consecuencia, le parece al Consejero señor Claro que las novedades del mes, siendo numerosas, no representan un cambio significativo en el escenario previsto, por lo que no ve razones para desviarse de la proyección de política monetaria planteada en la Reunión anterior, la que consideró adecuada.

Por tanto, vota por mantener la Tasa de Política Monetaria en 6,25%, y que el comunicado tenga un sesgo alcista.

El Consejero señor Enrique Marshall agradece al *staff* el material preparado para esta ocasión.

Señala el Consejero señor Marshall que el escenario externo se ha vuelto a deteriorar, e indica que las últimas cifras conocidas para los Estados Unidos de América muestran un ajuste generalizado y bastante significativo, que explica la reacción de política de sus autoridades y, en particular, el fuerte recorte en la Tasa de Política Monetaria. Agrega que, con matices entre regiones, las perspectivas apuntan a un menor crecimiento a nivel global.

Comenta también que las noticias más importantes han provenido de los mercados financieros, los que se han visto afectados por nuevas turbulencias. Indica que esta vez, los mercados más afectados han sido los bursátiles, los que han observado significativas correcciones y altísimas volatilidades. Agrega que en este contexto, los rendimientos de los títulos de gobierno en los países desarrollados y, particularmente en Estados Unidos de América, han vuelto a caer, mientras las primas por riesgo para otros emisores han aumentado.

Menciona que no obstante lo anterior, la preocupación por la inflación sigue presente, en tanto los precios de los *commodities* permanecen en niveles elevados y algunos de ellos vuelven a subir en el transcurso del último mes. Señala el Consejero señor Marshall que atenúa este cuadro, la evolución del precio del petróleo que mostró una caída en el curso del último mes. Le parece que junto con el deterioro observado, los riesgos para la economía global también han aumentado. La probabilidad de un ajuste más severo en los Estados Unidos de América, con el consiguiente impacto sobre otras regiones, se ha elevado. Indica que en el frente interno, las noticias más importantes fueron la sorpresa inflacionaria de enero, el bajo registro del IMACEC de diciembre y la significativa apreciación cambiaria de las últimas semanas. Por otra parte, los agregados monetarios y crediticios siguen mostrando tasas de crecimiento elevadas, sin embargo la evolución de las tasas de interés y de los estándares de otorgamiento de crédito, dan cuenta de un gradual proceso de ajuste.

El Consejero señor Marshall agrega que por otra parte, el peso se ha apreciado significativamente en el curso del último mes, lo que respondería en parte al diferencial de tasas que se ha producido con los Estados Unidos de América después de las noticias de inflación y crecimiento que se conocieron esta semana, y el mercado reaccionó revirtiendo una parte de la apreciación previamente observada.

Comenta el Consejero señor Marshall que la actividad interna crece moderadamente y parece confirmarse la tendencia de los sectores que venían mostrando un bajo dinamismo, como son los relacionados con recursos naturales y la industria. La demanda interna, en cambio, mantiene su dinamismo y las importaciones crecen a tasas más bien elevadas.

4

Por otro lado, el mercado laboral entrega señales de mayores holguras, la fuerza de trabajo se expande a tasas más altas que en el pasado y la tasa de desocupación se mantiene en una tendencia al alza. Congruente con ello, los salarios no muestran cambios significativos en sus tasas de crecimiento, las que se aprecian como normales considerando el nivel de la inflación y los mecanismos de indexación habituales. Asimismo indica, que la variación mensual del IPC sorprendió a la baja en enero, por factores bastante puntuales. La variación anual, sin embargo, se mantiene alta y distante de la meta.

Agrega el Consejero señor Marshall que como es usual, el mercado ha reaccionado a las últimas cifras y ha revisado sus expectativas de inflación para los plazos más cortos. Las expectativas de largo plazo y, en particular, las que se obtienen de las encuestas, se han vuelto a ubicar en 3%.

Señala que concordante con lo anterior, las expectativas para la Tasa de Política Monetaria se han ajustado. La encuesta de este mes, posterior a las noticias de inflación y actividad, no contempla alzas y ha incorporado una eventual baja hacia fines de año. Por su parte, los precios de los activos anticipan un sólo aumento de 25 puntos base que se revertiría hacia fines de año. En todo caso, le parece que para esta Reunión la inmensa mayoría del mercado no espera cambios en el nivel de la Tasa de Política Monetaria.

Con estos antecedentes, el Consejero señor Marshall, señala que la opción de política que surge con mayor claridad es la de mantener la tasa en su actual nivel. Agrega que por de pronto, descarta una baja de la referida tasa porque la inflación sigue siendo muy alta y una relajación de la política monetaria, en medio de un proceso de ajuste en marcha que aún está lejos de concluir, aumentaría los riesgos de propagación que son precisamente los que se han buscado mitigar en los últimos meses.

Por otro lado, comenta el señor Consejero que las noticias del último mes plantean la necesidad de evaluar con atención algunos desarrollos que podrían tener un impacto significativo sobre la trayectoria de la inflación. El más importante de ellos es la apreciación cambiaria, pero también parece pertinente contar con mayor información sobre la trayectoria de la actividad y la evolución del escenario externo. Por lo tanto, lo más prudente en este caso, es esperar para contar con mayor información antes de tomar una decisión, dado que los riesgos asociados a esta opción no parecen altos.

Finalmente, el Consejero señor Marshall, señala que habría que agregar adicionalmente que una decisión distinta sorprendería al mercado y podría generar efectos adversos. Asimismo, le parece que en lo que se refiere a la orientación o sesgo de la política monetaria, los nuevos antecedentes son todavía insuficientes para sostener un cambio. Sin embargo, estima que de persistir algunas de las tendencias observadas, los ajustes adicionales sugeridos o anticipados en el último *IPoM* podrían no resultar necesarios.

Por consiguiente, su voto es mantener la Tasa de Política Monetaria en 6,25%.

Se deja constancia que en este acto, la señora Ministra de Hacienda Subrogante, doña María Olivia Recart hace presente al señor Presidente del Banco que por razones inherentes a su cargo, debe retirarse de la sala antes del término de la Sesión.

4

El Consejero señor Manuel Marfán agradece el análisis del *staff*.

El Consejero señor Manuel Marfán, hace presente que en lo externo, lo más relevante ha sido la brusca sorpresa en las decisiones de política monetaria de Estados Unidos de América y las expectativas que la Tasa de Política Monetaria respectiva seguirá bajando a futuro. Señala que ello incluso ha alterado las proyecciones de política monetaria para el Banco Central Europeo, donde el mercado espera en promedio entre una y dos reducciones de la tasa respectiva en el resto del año. Indica que para ponerlo en lenguaje de Banco Central, el mercado tiene un sesgo a la baja en las tasas de política en Europa, que no existía hace un mes atrás. Agrega que la reacción de la política monetaria en los Estados Unidos de América es un reflejo de un debilitamiento del escenario económico para esa economía, esto es, las dificultades financieras de la crisis *subprime* ya están deteriorando las variables reales y se espera que lo sigan haciendo.

Comenta el Consejero señor Marfán que, en lo interno, resalta especialmente la apreciación adicional del peso, el tipo de cambio real continúa desalineándose, respecto de lo que el Banco Central de Chile considera que es su nivel consistente con sus fundamentos de largo plazo, y que a falta de otras explicaciones, este desalineamiento sería la sorpresa de políticas en los Estados Unidos de América. Indica que en un segundo nivel, cabe mencionar también como novedad una inflación mensual algo menor a la esperada, un crecimiento algo menos dinámico al esperado por el mercado y la percepción de mayores riesgos en la oferta energética. Hace presente el señor Consejero que, a su juicio, los *schoks* energéticos tanto de precios como de cantidad afectan el potencial de crecimiento no inflacionario de la economía, así mientras la apreciación cambiaria implicará menores presiones sobre la inflación, una oferta de energía más restringida operaría en la dirección contraria.

Por otra parte, señala el Consejero señor Marfán, que ante una coyuntura cambiante los Bancos Centrales de Estados Unidos de América y aparentemente, hacia delante, el Banco Central Europeo, han sido más rápidos en reaccionar, e incluso algunos analistas piensan que haya tipos de sobrerreacción, en este caso cree inconveniente innovar con fuerza la información de cada mes, ya que la reacción de política ayudaría más bien a aumentar la volatilidad más que a reducirla. Agrega, que la nueva información apunta a que la decisión en esta oportunidad sea la de mantener la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual. Indica que descarta reducirla porque implicaría una sobrerreacción muy clara, pero también descarta un aumento, ya que la nueva información apunta a una convergencia más rápida que la prevista al 3% anual, e incluso cree conveniente, al igual que como el mercado ha detectado para el caso de Europa, suavizar el sesgo al alza introducido en el último comunicado del Banco Central de Chile, sobre la base principalmente de que nuestra economía no opera en un vacío y no está lo suficientemente desacoplada de lo que está ocurriendo en la política monetaria en otras partes del mundo.

En consecuencia, por las razones indicadas, el Consejero señor Manuel Marfán vota por mantener la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual de 6,25%, y eliminar todo sesgo en el comunicado que se entregue.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux agradece el trabajo realizado por la Gerencia de División Estudios.

Señala el señor Vicepresidente que como se ha repetido en esta Reunión, y también lo hará él, una de las noticias más relevantes para el panorama inflacionario futuro en estos últimos treinta días, ha sido el debilitamiento adicional de la economía de los Estados Unidos de América. Agrega que en el plano interno se observa una inflación inferior a la

proyectada, que ha ido acompañada de una importante apreciación del peso y un debilitamiento del crecimiento de la actividad.

Por otra parte, señala que en el plano externo, en el mes de enero se ha observado un deterioro superior al previsto en la actividad en el mercado laboral y en las expectativas, todo ello acompañado de una inusual volatilidad en los mercados financieros. Frente a ello las autoridades han reaccionado, como se sabe, con dos recortes de tasas por un total de 125 puntos base y un paquete de estímulo fiscal de alrededor de 150 billones de dólares. Indica que pese a estas señales, los mercados siguen esperando nuevos recortes de la tasa del *Fed* y la probabilidad de una recesión se ha elevado. Asimismo, el riesgo que la desaceleración de los Estados Unidos de América se traslade a otros países del mundo desarrollado y eventualmente en el mundo emergente, también ha crecido.

El señor Vicepresidente señala que en el plano interno, por otro lado, los datos más relevantes han sido una inflación inferior a la proyectada en el mes de enero y la perspectiva de un crecimiento menos dinámico del proyectado para el primer semestre del año. Sin embargo, para igual período se prevé que la demanda interna continuaría creciendo a tasas elevadas, impulsadas especialmente por la inversión. Le parece que la desaceleración de la actividad responde entonces a otro tipo de elemento, algunos puntuales, otros estructurales, pero no a factores de demanda. Agrega que coincide con la Gerencia de División de Estudios, en cuanto a que las opciones pertinentes para la decisión de hoy son aumentar la Tasa de Interés de Política Monetaria en 25 puntos base o mantenerla en su nivel actual. Indica el señor Vicepresidente que para esta decisión resulta clave tener presente hasta qué punto los desarrollos de los últimos treinta días modifican el diagnóstico que se realizó en el *IPoM* de enero pasado, en particular, de qué modo la percepción de que se está enfrentando un fenómeno de mayor persistencia inflacionaria, se mantiene o se ve modificada por estos antecedentes.

En su opinión, la menor inflación de enero se explica como indica el propio informe de la Gerencia de División Estudios, esencialmente por la contribución de elementos bastante volátiles como son los precios de los alimentos perecibles, los combustibles y la apreciación del peso. Estima el señor Vicepresidente que resulta difícil pensar, a partir de la información disponible, que estos factores pudieran tener una persistencia mayor que afecte de modo significativo el panorama inflacionario a mediano plazo, más aún en presencia de una demanda interna dinámica, condiciones financieras internas que continúan siendo favorables y una inflación que seguirá aumentando sus registros anuales durante el primer trimestre de este año. Señala el señor Vicepresidente, que a ello se agrega por último, el hecho que las expectativas de inflación y las diferentes medidas de tendencia inflacionaria siguen elevadas y se ha encontrado escasa variación. Agrega que este diagnóstico debiera conducir a privilegiar la opción de aumentar la Tasa de Política Monetaria en la Reunión de hoy. Sin embargo, cree que también puede justificarse la opción de mantener la Tasa de Política Monetaria sin abandonar el diagnóstico del *IPoM* de enero, el cual sigue apoyando, ello por cuanto la mantención permitiría, por una parte, acumular más antecedentes para juzgar la persistencia de la reciente caída en el precio del petróleo, así como de la apreciación del peso y, por la otra, permitiría monitorear el desarrollo del entorno global y su impacto sobre la economía chilena. En suma, le parece que la opción de esperar tiene mayor valor que la de actuar, o puesto de otra manera, el riesgo a equivocarse es mayor si se opta por aumentar la Tasa de Política Monetaria, que si se la mantiene.

En consecuencia, vota por mantener la Tasa de Política Monetaria en 6,25% anual en la Reunión de hoy. Agrega que un aspecto muy significativo sin embargo, que va más allá de la decisión de política monetaria, se relaciona con el sesgo del comunicado. En este sentido, su preferencia es por mantener y suavizar algo más el sesgo del comunicado, de

4

manera de no sobrerreaccionar frente a noticias de un solo mes y de cuya persistencia se tienen justificadas dudas. Ello tendría la virtud de comunicar que la orientación de la política monetaria es a mediano plazo y que mientras no se determine la persistencia de estas señales, el curso de la política monetaria no observará cambios relevantes.

El Presidente señor José De Gregorio agradece al *staff* por el trabajo realizado y señala que desde la última Reunión de Política Monetaria, cuyo escenario macroeconómico correspondió al del último *IPoM*, se han tenido noticias importantes que es necesario ponderar adecuadamente para la decisión de política monetaria que corresponde tomar en esta ocasión. Agrega el señor Presidente que son pocas las veces que se han enfrentado a tantos cambios entre dos Reuniones de Política Monetaria, lo que ya se anticipó al señalar que las incertidumbres y riesgos en materia del entorno macroeconómico eran muy elevados. Indica el señor Presidente que en el ambiente internacional se está dando el escenario adverso que se contempló en la evaluación de riesgos. En particular, la desaceleración en los Estados Unidos de América ha sido más marcada de lo que consideraba el escenario base del Banco, la que ha sido acompañada de un agresivo recorte de tasas de la *Fed*. Menciona el señor Presidente que, consistente con este escenario más adverso, se ha observado también una reducción en torno al 6% del precio del petróleo. Por otra parte, en la economía nacional, el registro del IMACEC estuvo por debajo de lo esperado, lo que lleva provisionalmente a un crecimiento de 5,1 % para el año 2007. Sin embargo, señala el señor Presidente que este menor IMACEC es enteramente explicado por el bajo desempeño de algunas ramas industriales muy específicas y no por una desaceleración global, aunque probablemente tenga efectos sobre un menor crecimiento en el primer trimestre de este año. Con todo, le parece que aún no se tiene información suficiente para afirmar que esto corresponda a una tendencia significativa de menor crecimiento a la prevista para este año, donde se considera un primer semestre con algo de menos crecimiento que para el año en su conjunto. En todo caso, expresa que no se puede descartar el escenario de riesgo negativo, con sus consecuentes implicancias inflacionarias. Asimismo, menciona que la noticia más significativa y de mayor impacto inflacionario en este último mes, ha sido la apreciación en torno al 5% del peso. En su opinión, de persistir esta apreciación, esto debiera tener implicancias de primer orden sobre las perspectivas para la tasa de inflación. Por su parte, la caída del tipo de cambio en conjunto con el menor precio del petróleo y el mayor subsidio que entrega el Fondo del Petróleo, en su opinión, explican en parte la baja inflación registrada en enero, en comparación a la estimación original y las predicciones de mercado.

Indica el señor Presidente que, en este menor registro inflacionario, también influyó una devolución más rápida de los altos niveles de precios anotados por los alimentos perecibles. Estima que las noticias más recientes en materia inflacionaria podrían resultar en una convergencia algo más rápida al rango de tolerancia de la meta de inflación, lo que podría también afectar la trayectoria de tasas compatibles con la meta. De hecho, en la medida que la apreciación cambiaria tiene efectos sobre la dinámica inflacionaria, serían necesarios menos ajustes a los previstos hace un mes atrás para cumplir con la meta. No obstante, estima que es aún muy prematuro calificar los recientes desarrollos macroeconómicos como persistentes y, por lo tanto, habría que mantener un alto grado de cautela que mueva a cambiar el escenario base, poniendo en riesgo el cumplimiento de la meta y requiriendo, por consiguiente, de cambios más bruscos en la política monetaria.

Como consecuencia de lo anterior, señala el señor Presidente que lo que se está observado son parte de las incertidumbres y riesgos de las proyecciones del Banco, lo que en el margen consolida el escenario de convergencia gradual y sistemática hacia la meta, salvo algunos vaivenes en los próximos meses. No obstante, en su opinión es necesario monitorear cuidadosamente todos los indicadores de presiones inflacionarias, para asegurar que no haya

efectos de segunda vuelta indeseados, que puedan alterar la dinámica de reducción de la inflación. Agrega que más allá de las buenas noticias puntuales en materia inflacionaria, resulta positivo observar que los indicadores de salarios muestran un incremento coherente con el escenario base, aunque habrá que seguir atentos a la evolución de los costos laborales unitarios, los que en el margen han mostrado un aumento elevado, debido en gran medida a la menor productividad del trabajo. Menciona también que de haberse materializado las perspectivas de corto plazo que se contemplaban en la Reunión de Política Monetaria del mes pasado, lo más probable es que él hubiera sido partidario de subir la Tasa de Política Monetaria en la Reunión de hoy, consistente con el sesgo manifestado en dicha ocasión. Sin embargo, le parece que las noticias han sido suficientemente significativas para hacer que la mantención de la Tasa de Política Monetaria sea la alternativa más aconsejable en esta ocasión, más aún, si el ambiente internacional y sus repercusiones sobre la economía chilena, así como otros riesgos específicos que se enfrentan a nivel doméstico, son particularmente inciertos y de signo opuesto. Señala que la volatilidad de los mercados bursátiles, así lo refleja. Con todo, cree que no se puede descartar que en los meses siguientes haya que volver a subir la Tasa de Política Monetaria, para asegurar el cumplimiento de la meta.

Por lo anterior, su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria en 6,25% anual. Asimismo, le parece también prematuro sacar completamente el sesgo, aunque cree que la volatilidad y los eventos que se han observado últimamente, se pueden diluir algo la fuerza con que se manifestó en la Reunión anterior.

Por lo tanto, por una unanimidad se acordó mantener la Tasa de Política Monetaria en 6,25%.

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

118-01-080207 – Tasa de Política Monetaria.

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

Comunicado

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

En el ámbito externo, se ha configurado un escenario más negativo para EE.UU., generando alta volatilidad en los mercados financieros internacionales. La tasa de política de EE.UU. se redujo en 125 pb. en el último mes y las tasas externas de largo plazo se han reducido. Aunque el precio del cobre se mantiene elevado y el del petróleo ha disminuido, el escenario externo relevante para la economía chilena presenta mayores riesgos adversos.

En lo interno, la actividad económica ha estado algo menos dinámica que lo previsto, por el menor crecimiento en algunos sectores específicos. Los indicadores de inversión se mantienen dinámicos, el consumo da señales de cierta desaceleración, mientras que el empleo asalariado sigue creciendo.

La inflación anual se mantiene significativamente por sobre el rango de tolerancia. El moderado registro inflacionario de enero se vio influido por la caída en el precio doméstico de los combustibles y una rápida normalización de los elevados precios de los perecibles. Las medidas subyacentes de inflación, incluyendo el IPCX1 (que excluye combustibles, perecibles y algunos servicios regulados), no han continuado aumentando aunque se mantienen elevadas. Los salarios han evolucionado de acuerdo a lo previsto, mientras que el tipo de cambio se ha apreciado significativamente. La inflación anual del IPC continuará aumentando en los próximos meses. Las expectativas de inflación de largo plazo se mantienen ancladas en torno a 3% anual.

El Consejo estima que aunque la trayectoria futura de la TPM dependerá de la nueva información que se acumule y de sus implicancias sobre la inflación proyectada, no se puede descartar que sea necesario ajustar nuevamente la TPM de forma de asegurar la convergencia de la inflación a la meta. De particular importancia para esto será el desarrollo del escenario internacional, la persistencia de la apreciación cambiaria reciente y la eventual propagación de los *shocks* inflacionarios del año pasado a otros precios."

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17.45 horas.

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Vicepresidente

JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Presidente

ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero

MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero

SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero

MARÍA OLIVIA RECART HERRERA
Ministro de Hacienda (S)

JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR
Ministro de Fe (S)

BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA Nº 120
celebrada el 13 de marzo de 2008

En Santiago de Chile, a 13 de marzo de 2008, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don José De Gregorio Rebeco y con la asistencia del Vicepresidente don Jorge Desormeaux Jiménez y de los Consejeros don Manuel Marfán Lewis, don Enrique Marshall Rivera y don Sebastián Claro Edwards.

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

Asisten también:

Gerente General, don Alejandro Zurbuchen Silva;
Subgerente General, don Leonardo Hernández Tagle;
Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldívar;
Gerente de División Estudios, don Pablo García Silva;
Gerente de División Política Financiera, don Kevin Cowan Logan;
Gerente de División Operaciones Financieras, don Beltrán De Ramón Acevedo;
Gerente de 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 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.

El Presidente señor José De Gregorio señala que asiste especialmente invitado el Gerente de Mercados Financieros Nacionales (I) señor Jorge Pérez Etchegaray.

Respecto a la fecha de la Reunión de Política Monetaria del mes de septiembre próximo, el Presidente señor José De Gregorio comunica que la dará a conocer una vez que tome contacto con el nuevo Presidente del Senado.

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

El Gerente señor Sergio Lehmann informa que el escenario internacional continúa deteriorándose y que se incorpora una alta probabilidad de que Estados Unidos de América se encuentre en recesión, junto con una mayor desaceleración a la anticipada de las demás economías. Ante esto y en un ambiente de alta volatilidad, las tasas largas caen en las economías desarrolladas y el dólar se deprecia de manera importante en los mercados internacionales. Asimismo, los agentes han incorporado recortes de la Tasa de Política

Monetaria más agresivos en Estados Unidos de América, en línea con el panorama de meno actividad y con la persistencia del problema de liquidez en los mercados monetarios. Señala que para enfrentar esto último, los principales bancos centrales efectuaron una nueva acción concertada para proveer liquidez al mercado.

Menciona que los precios de *commodities* han aumentado de manera significativa: combustibles y granos en torno a 20% y 10%, respectivamente. El precio de petróleo superó los US$ 108 el barril, afectado por factores de oferta y por mayores riesgos políticos. Las proyecciones se elevan US$ 99-98 el barril, aunque están sujetas, más que lo habitual, a un alto grado de incertidumbre.

El precio del cobre se ubicó transitoriamente por sobre US$ 4 por problemas en la oferta y la mantención de una dinámica alta en las economías emergentes, revisándose del mismo modo su proyección al alza.

Señala el Gerente de Análisis Internacional que, respecto a los indicadores de actividad en Estados Unidos de América, predominan las noticias más bien negativas asociadas a la confianza de consumidores, órdenes de bienes durables, sector inmobiliario, PIB del cuarto trimestre y sector empleo. Agrega que hay algunas noticias algo mejores que lo esperado por el mercado, pero eso no significa noticias positivas, sino que muchas de ellas denotan, de todas formas, una desaceleración en la actividad, que en el caso particular de esos indicadores es algo menor. Si se observa dato a dato se advierte, respecto a ventas de vivienda nuevas, que éstas han continuado cayendo de manera muy significativa en doce meses, más de 30% y las existentes también han tenido una tendencia similar. En línea con lo anterior, los inventarios de vivienda han estado subiendo los últimos meses. El consumo residencial muestra una mayor debilidad y eso se recoge a partir de los indicadores de órdenes de bienes durables, excluyendo los indicadores de transporte que muestran una caída importante. La inversión y equipamiento, si bien en el margen, han mostrado valores positivos, pero debería tender a caer sobre la base de lo que se ha observado en los últimos meses.

Destaca el Gerente señor Lehmann que la construcción privada está desacelerándose de manera importante. Aún no se recoge lo referido a la inversión privada en estructuras, pero que en línea con eso deberíamos esperar desaceleraciones. Indica que como se destacaba, la actividad y las expectativas han continuado debilitándose. Indica que la producción industrial ha tenido una tendencia hacia la baja, manteniéndose estable la variación en doce meses en los últimos registros.

Respecto a las ventas de manufacturas y comercio, también muestran una desaceleración, y se podría plantear que se está al inicio de que Estados Unidos de América esté pasando por un período recesivo. Referente a Índices de Gerentes de Compra, se observa una marcada caída, tanto del manufacturero como del no manufacturero. Indica el señor Gerente que servicios tuvo un leve rebote, pero mantiene una posición por debajo del *pivote* 50, lo que da cuenta de una desaceleración.

Agrega el Gerente de Análisis Internacional que, en relación a confianza de consumidores y consumo personal, se observa el indicador de la *Universidad de Michigan* y *Conference Board*, y adicionalmente se tiene la evolución del consumo personal real que muestra una muy marcada tendencia hacia la baja; de hecho más allá de la que se registró el año 2001.

Indica el señor Lehmann que, respecto a empleo índice real, está con una tendencia hacia la baja y el ingreso real sin transferencia tuvo un ajuste muy significativo durante el último registro. La morosidad ha aumentado en línea con este deterioro de los precios de viviendas, y el ingreso de las personas, se tienen las hipotecas *subprime* que han tenido una tendencia claramente hacia el alza y se habla de un índice de morosidad de 17%. Las hipotecas totales también están creciendo, y se observan aumentos en la morosidad asociada a tarjetas de crédito y préstamos de consumo.

Respecto a la Zona Euro, comenta el señor Gerente que predominan las noticias negativas, asociadas a industriales y sentimiento económico. En el margen se observa mejor respecto a la confianza empresarial en Alemania y encuesta ZEW, pero en general la visión en esta materia para Europa es una desaceleración, lo que se aprecia mirando algunos indicadores particulares. El crecimiento de la Zona Euro durante el cuarto trimestre mostró una caída en todas las economías y el agregado muestra una desaceleración en su crecimiento. El sentimiento económico y el PIB están correlacionados. El Índice de Sentimiento Económico ha estado cayendo, y como se ha comentado, las percepciones de los consumidores y de las empresas están mostrando una caída importante, lo cual adelantaría y llevaría a una desaceleración importante en el PIB. Agrega que la producción industrial ha estado cayendo de manera generalizada en la Zona, y las nuevas órdenes industriales muestran una desaceleración, por lo que todo es coherente con una desaceleración en la actividad de la Zona Euro. Lo anterior, se ha estado reflejando en indicadores de consumo, ventas minoristas que están cayendo, y confianza de consumidores que está mostrando desaceleraciones importantes.

Para Japón, agrega el señor Gerente, los indicadores mixtos, la producción industrial, el gasto en capital también más negativos, pero algunos indicadores de sentimiento económico han sido algo mejores, pero siguen de todas maneras mostrando desaceleración en la actividad. Indica que de hecho están por debajo de los *pivots* para esta economía. El crecimiento en el cuarto trimestre en Japón sorprendió positivamente. Sin embargo, hay una ligera tendencia hacia la desaceleración hasta al menos el cuarto trimestre. Agrega que el sector manufacturero ha mostrado una tendencia hacia la baja. Sin embargo, los indicadores de actividad tienen una tendencia hacia la desaceleración. Las exportaciones se están desacelerando, la producción industrial está cayendo, y las exportaciones reales por región también. Indica que en el margen, los indicadores fueron positivos en el cuarto trimestre y en lo más reciente, estos indicadores dan cuenta de una desaceleración asociada al sector externo. Por su parte, la Encuesta de Confianza y Expectativas, que incorpora tanto confianza de consumidores como pequeños empresarios, muestra caídas significativas y, en general, la visión es hacia una desaceleración. Indica el Gerente señor Lehmann que lo expuesto lleva a una revisión a la baja en el crecimiento, tanto para 2008 como para 2009.

Indica el Gerente de Análisis Internacional que mundialmente se tiene una caída de tres décimas, a tipo de cambio de mercado y socios comerciales. Lo más destacado es el menor crecimiento esperado para los Estados Unidos de América, que tiene un ajuste muy importante hacia la baja de 1,8%, el cual se había entregado para enero y febrero y se tiene un ajuste importante hacia 1,1%. Indica que para el próximo año también hay una desaceleración importante.

El Gerente señor Lehmann manifiesta que se ha tenido que innovar en este ámbito debido a que existen algunos bancos de inversión que han sido un poco más lentos en revisar sus proyecciones. La generalidad ha estado revisando hacia la baja y se puede decir que este 1,1% es coherente con un episodio de recesión en Estados Unidos de América, breve y no muy profundo, y una recuperación al segundo semestre relativamente importante. Señala que el mayor riesgo, en este sentido, es que la recuperación implícita en esta proyección hacia

el segundo semestre no sea tal, derivado de los problemas que se están observando en los mercados financieros, lo cual es coherente con un escenario de recesión en los Estados Unidos de América los primeros dos trimestres.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García agrega que existe un punto adicional, y es que a pesar que en el segundo semestre pueda haber una recuperación, va a tener que ocurrir aunque sea un *double deep*, producto de un impulso por el lado fiscal, pero que después vuelve a deteriorarse la estación cíclica por una persistencia de condiciones financieras más complicadas.

El Gerente señor Lehmann señala que se puede destacar que los ajustes que ha tenido China, resto de Asia y América Latina son prácticamente marginales en relación a lo que se observa para el caso de Estados Unidos de América y las economías desarrolladas.

Respecto a la inflación, indica el señor Gerente que se tiene un aumento en Estados Unidos de América relativamente importante. El último registro del IPC en Estados Unidos de América es de 4,3%. Los indicadores podados también están mostrando aceleraciones importantes. Desde el punto de vista del *PCE* se observa una situación muy parecida, el *PCE* Total está casi cercano a 4%, el *PCE Core* está en torno a 2,3% aproximadamente, y la distribución truncada para el *PCE* también está mostrando una tendencia hacia el alza.

Comenta el señor Gerente que la Zona Euro también está mostrando una tendencia al alza. No obstante, el *IPC Core* mostró una caída en el último mes de 1,7%, pero la tendencia es hacia el alza. En general, para las regiones se observa una situación parecida, es decir, la inflación está creciendo. Señala que se observa el caso de Asia, que está influenciado por la alta inflación que está registrando China, sobre 8% de variación en doce meses.

Respecto a expectativas de Tasa de Política Monetaria, comenta el señor Gerente que se han profundizado las expectativas de un recorte por parte de la Reserva Federal, que sería al menos de 50 puntos base en su próxima Reunión. Esto se refleja en los futuros de Tasa de Política Monetaria que están más bajos, lo cual se está registrando desde hace un mes. Agrega que en algún momento estuvo aún más abajo, es decir, el mercado incluso pidió una reunión extraordinaria antes de la reunión programada correspondiente, y de hecho potencialmente recortes de 75 puntos base se incorporaban en las expectativas de Tasa de Política Monetaria. Lo anterior, tendió a moderarse en los últimos días, pero se está hablando de un recorte importante.

En Japón se observa un movimiento hacia el alza, y en la Zona Euro una postergación de los recortes que se estaban esperando para el primer semestre. Éstos se están pensando de acuerdo a la estructura de futuros de Tasa de Política Monetaria para Europa hacia el segundo semestre, lo que está asociado fundamentalmente a las preocupaciones que el Banco Central Europeo ha manifestado respecto a la evolución de la inflación.

El Presidente señor José De Gregorio señala que tiene la impresión que lo indicado anteriormente se viene arrastrando hace tiempo y que cada vez es más improbable que baje.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux indica que la proyección del mercado para la semana siguiente del recorte de tasa en Estados Unidos de América era de 50 ó 70 puntos base, pero en el gráfico se indica 100 puntos base. Consulta si está muy comprimido.

El Gerente de Análisis Internacional responde afirmativamente y señala que los 50 ó 70 puntos base los está recogiendo el mercado, con distintas probabilidades para la próxima Reunión. Indica que lo que está registrado es una convergencia a 2% de las expectativas de mercado hacia mitad de año, y efectivamente ésas están situadas hoy en torno a 2%, recogiendo un recorte de 100 puntos base acumulados de esta fecha a julio o agosto aproximadamente. Anteriormente, a propósito de estas expectativas de recorte más agresivo por parte de la Reserva Federal, ha tendido a empinarse y las tasas más cortas han caído de manera muy significativa. Lo señalado es lo que se recogió en la Reunión de Política Monetaria de enero o lo que estaba indicado en el análisis del *IPoM* de enero.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco señala que lo de empinarse es correcto, pero solo en un sentido, porque si se observan las tasas largas, éstas no han subido. Lo que ha ocurrido sencillamente es que se está pivoteando desde un nivel más bajo. O sea, no es que la expectativa de baja de tasa en el corto plazo le haya significado un efecto fallido a la Reserva Federal en términos de credibilidad y que las tasas largas hayan subido.

El Gerente señor Lehmann manifiesta que de todas formas la tasa a diez años en Estados Unidos de América ha caído desde la última Reunión, en torno a 30 – 40 puntos base. Es decir, si bien efectivamente el impacto más importante ha sido en las tasas cortas, las tasas largas también han tendido a caer. Lo que se trata de reflejar es cómo han ido variando las expectativas del mercado hacia mitad de año, respecto a la Tasa de Política Monetaria y hacia fin de año. Un mes atrás, éstas estaban más bien situadas en 2,1% y hubo algunos datos negativos en torno a preocupaciones por inflación que llevó a elevar las expectativas del mercado, respecto a cuál iba a ser la convergencia de la tasa en este proceso de recorte. Posteriormente, hubo caídas importantes, especialmente tras la información respecto del mercado inmobiliario y la situación en general de turbulencia en los mercados financieros. Eso produjo llevar la tasa a mitad de año y hacia fin de año en torno a 1,7%. Señala que se está hablando de un recorte de 125 puntos base y las medidas más recientes respecto a poder liquidar en los mercados, han vuelto a elevar las expectativas del mercado hacia mitad de año y se está hablando hoy día en torno a 2% de convergencia, por lo tanto, un recorte acumulado al mes de julio de 100 puntos base.

Continúa el señor Lehmann indicando que, respecto a las tasas de interés de largo plazo, éstas han tendido a caer. Agrega que como se señalaba, la nominal tuvo bastante volatilidad y hubo cierta preocupación en algún momento respecto de la inflación y algunas cifras positivas; posteriormente volvió a caer de manera relativamente importante y hoy día está en torno a 3,4%. La Tasa Real ha caído más menos a la par, incluso un poco más.

En el caso de Europa y Japón se ha observado un movimiento parecido. Tasas largas en general cayendo, asociadas a un escenario de actividad más debilitado. Señala que se puede hacer un ejercicio respecto a qué está pasando con las expectativas inflacionarias y se señalan dos o tres ejercicios realizados: en la primera gráfica que se muestra, se observa el movimiento de las compensaciones inflacionarias para cinco, diez y treinta años. Éstas han tendido a aumentar en coherencia con el escenario de mayor inflación mundial, particularmente el precio del combustible más elevado. En la segunda gráfica, se observa primero lecturas de encuestas de inflación a cinco años plazo de la Universidad de Michigan, y a un año plazo, que muestran incrementos importantes. La compensación inflacionaria que construye la Reserva Federal de Cleveland, lo que hace es corregir por dos factores; el primero, que en situaciones de turbulencia los inversionistas prefieren instrumentos nominales, es decir, Bonos del Tesoro nominales que son más líquidos y por lo tanto, eso tiende a que esta medida subestime la compensación inflacionaria, y el otro factor que consideran es el premio por riesgo inflacionario que tiende a hacer caer esta lectura en el sentido contrario. Haciendo esos ajustes, la Reserva Federal de Cleveland calcula que la compensación inflacionaria está algo sobre 3%, lo cual

refleja el aumento relativamente importante que han tenido las expectativas inflacionarias también en el caso de Estados Unidos de América.

El señor Lehmann menciona que, como se destacaba, han recrudecido los problemas del *QS*, y hay dos gráficas que dan cuenta de ese factor. El primer gráfico muestra lo que es el premio Libor a tres meses *Fed Fund*. Es una gráfica que se ha traído en otras oportunidades, pero ahora mostrada de una manera algo diferente. Muestra que efectivamente hay un salto importante que ocurrió hacia fines del año pasado: septiembre – octubre. Posteriormente, tendió a caer y se habló que los problemas de liquidez estaban de alguna forma siendo resueltos o siendo alineados, a propósito de las medidas que ha ido tomando la Reserva Federal para poder liquidar los mercados y los recortes de tasa. Indica que lo que se muestra son los futuros de Tasa de Política Monetaria y Tasa Libo, corrigiendo por los plazos respectivos porque la Tasa de Política Monetaria es *overnight* mientras la Tasa Libo es a tres meses. Se esperaba en la Reunión de Política Monetaria de febrero, es decir hace un mes, que estos premios tenderían a converger relativamente rápido, y de hecho llegarían hacia fines de 2008 a niveles similares o a los históricos, o sea, en torno a 20 puntos base. Hace una semana es decir, el 5 de marzo, se tenía un registro de que las expectativas de estos premios fueran más altas, que fueran creciendo y convergieran a niveles sustantivamente más elevados de lo que se tienen hace un mes. Se está hablando de una convergencia y si se prolonga este futuro se queda en el mismo nivel en torno a 50 o cerca de 60 puntos base. La medida que tomó la Reserva Federal permitió proveer liquidez y aliviar un poco esta situación y lo que se está observando el 11 de marzo, hace dos días, es precisamente una caída en esos premios, pero de todas maneras lo que se está viendo es que hay una visión de una persistencia de los problemas de liquidez, no obstante las medidas de la Reserva Federal que podrían ser más prolongadas de lo que se estaba viendo hace un mes. Esto da cuenta de un reaparecimiento del problema asociado a la liquidez de los mercados y se refleja también en el *soft spread*. El señor Lehmann señala que el *soft spread* es el premio que exigen los inversionistas para pasar de corto a largo plazo y que estaba en torno a 70 puntos base hace un mes. En la última Reunión de Política Monetaria tendió a aumentar muy fuertemente durante el mes, llegando a casi 90 – 100 puntos base, y tras la medida de la Reserva Federal nuevamente se ve una caída, pero se mantiene en niveles relativamente elevados, en torno a 70 puntos base, muy por sobre lo que es el nivel observado a principios del año 2007, lo que es histórico para esta variable.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux consulta al señor Lehmann si es efectivo que la intervención de la Reserva Federal trajo mucho optimismo, pero que en el día de ayer las bolsas volvieron a caer y hoy día están cayendo de nuevo, porque hay un fenómeno nuevo y es que cayó un *hedge fund* muy grande y aparentemente vienen varios más que están tronando y éstos obviamente operan con créditos bancarios, por lo que van a volver a afectar la base de los bancos, así que probablemente el próximo movimiento sea para arriba.

El Gerente señor Lehmann responde que la situación planteada por el Vicepresidente señor Desormeaux es probable, ya que de hecho hoy día efectivamente los mercados estaban reaccionando negativamente, no solo a esa noticia, sino que también a datos de venta que dan cuenta que la situación real sigue siendo muy compleja, no solamente desde el punto de vista de los mercados financieros, sino también desde el punto de vista del sector. De hecho, el dólar hoy se depreciaba de manera importante en los mercados.

Comenta el señor Lehmann que otros indicadores dan cuenta que la situación, al menos desde el punto de vista de los mercados financieros, todavía no está para nada resuelta y que hay una serie de elementos que hay que estar observando con cuidado.

El señor Ministro de Hacienda, respecto a cuando se mostró el 1 – 1 que eran las expectativas de crecimiento para este año, consulta cuál es la desviación estándar.

El señor Lehmann responde que los más negativos probablemente están hablando de un crecimiento en torno a 0,5%, lo que da cuenta de una recesión más profunda y más prolongada en Estados Unidos de América. Los más optimistas están hablando de 1,6% - 1,7%, que prácticamente no contempla un factor de recesión, sino más bien una desaceleración más en línea con lo que se tenía hace un mes. Señala que se trata de reflejar las medidas que ha estado adoptando la Reserva Federal. Indica que ahora las operaciones de mercado abierto, a través de títulos cortos u operaciones cortas o un poco más largas, son las operaciones que muestran justamente las acciones que ha estado tomando la Reserva Federal en lo que se refiere a este tipo de operaciones, y destaca además el anuncio de antes de ayer respecto a operaciones de *Security Line*, lo que es histórico para la Reserva Federal. En materia de *Security Line*, se trata fundamentalmente de operaciones *overnight* y lo anunciado hace dos días representa potencialmente una colocación o una operación de aproximadamente de 200 billones de dólares que se suman además a las operaciones *overnight*, lo que es muy cuantioso, y eso fue justamente lo que generó cierto optimismo en los mercados, lo que es comparable con las operaciones de mercado abierto. Sin embargo, tal como se comentaba, la situación en el mercado financiero se mantiene turbulenta.

Indica el señor Lehmann que en Chile, no se tiene lo relacionado con los fondos de inversión, sino que más bien, lo que está asociado a las monolíneas que han estado en el tapete o en la discusión durante el último mes o dos meses, que muestran lo que ha estado ocurriendo con el precio de las acciones de Ambar y MB, que son las dos monolíneas o Aseguradoras de Bonos más grandes, y que la caída que han tenido sus valores accionarios es muy sustantiva. Señala que el precio hoy en día es en torno a 10, versus 100 aproximadamente, que tenían a inicios del año 2007 los CDS que dan cuenta que el premio por riesgo de no pago de estas aseguradoras de bonos está en torno a 1000 puntos base, y que estuvo en 1500 puntos base antes de la decisión de la Reserva Federal. Por lo tanto, hay un efecto importante sobre el valor de los bonos en general de las empresas de corporaciones norteamericanas y eso podría estar detrás de los problemas que están teniendo los Fondos de Inversión.

Los premios por riesgo de empresas con clasificación A han estado creciendo de manera importante en Estados Unidos de América y tienen premios por riesgo en torno a 200 puntos base o algo más que eso. Indica que algo parecido está pasando con las empresas corporativas en Estados Unidos de América y en Europa, y que en ese sentido, hay un elemento común.

En cuanto a paridades, se ha observado una marcada depreciación del dólar desde la última Reunión de Política Monetaria. El Euro y el Yen han presentado una apreciación en torno al 15%. En las economías en desarrollo y las economías portadoras de commodities se ha observado una importante depreciación con la excepción de México, cuya vinculación con Estados Unidos de América es mucho más directa. El peso mexicano se muestra bastante estable, y en el caso particular de Australia, se observa una apreciación en torno a un 15%. En el caso del real brasilero, esta apreciación es algo mayor a 20%. En el caso del peso chileno se muestra una apreciación, desde enero de 2007, en torno a 15%, tal vez algo más marcada en el último mes.

El Consejero señor Marfán comenta que hasta hace una semana, el peso chileno era la segunda moneda en el mundo que más se había apreciado, y señala que la fecha de inicio de la crisis *subprime* la ubica el 19 de julio de 2007. Señala asimismo que Nueva Zelanda y Australia tuvieron una tremenda depreciación inicial que después se ha estado corrigiendo,

por lo que no es la misma situación. Agrega que Nueva Zelanda y Australia son dos economías *full flex* y que han hecho intervención en el mercado cambiario de manera bastante asidua, no en la actual coyuntura, pero sí en el pasado en el mercado de *forward*. El señor Consejero señala que le interesa saber si hay o no desalineamiento en las paridades cambiarias y por lo tanto, más que la variación, le preocupa el nivel. Indica que si se tiene un mal punto de partida para ver las variaciones, partiendo todos de cien, no hay una sensación real del grado de desalineamiento que eventualmente pudiera existir. Señala que como no hay estimaciones de tipo de cambio real de equilibrio para cada una de las economías, lo único que se podría hacer es tomar un promedio largo, como bien dice el señor Presidente, desde 1985 a 2000.

El señor Lehmann continúa su exposición señalando que, respecto a premios por riesgo para economías en desarrollo, están los movimientos producidos durante el último mes. Destaca especialmente el aumento en países más vulnerables como Turquía y en el caso de Chile, se ve una relativa estabilidad. En el caso del *CDS*, se está muy por debajo de lo que están mostrando compañías de clasificación A en Estados Unidos de América, que están en torno a 150 puntos base.

Respecto a los mercados bursátiles, indica el señor Lehmann que se ha visto bastante variabilidad durante el último mes. Señala que el nivel punta no es muy distinto al observado hace 30 días, pero que ha habido fuertes fluctuaciones, con aumentos y caídas muy bruscas. Posteriormente, en el margen, alguna recuperación, pero en el día de hoy también cayendo. Respecto a los *commodities*, agrega que se han observado durante el último mes, aumentos generalizados de los precios. De acuerdo con el indicador de *commodities* de *Research Bureau*: energía, 21%; granos, 10%; metales, 12%; alimentos, 7%; y los movimientos de los *commodities* específicos han estado en torno a esos valores. Con relación al movimiento que ha tenido el precio del cobre, se observa una clara tendencia al alza, en algún momento cerca de US$ 4. Se muestra graficado también el precio deflactado por el tipo de cambio multilateral oficial que publica la Reserva Federal. La idea es tratar de despejar que el cobre está asociado exclusivamente a depreciación del dólar. Indica el señor Lehmann que existe un aumento en el precio del cobre, pero no de las magnitudes que se derivarían de la sola lectura del valor nominal, y de hecho este precio es comparable con lo que se estaba corrigiendo por la depreciación del dólar que se observaba hace doce meses atrás y en términos históricos no es más alto que el observado, por ejemplo, en la primera mitad de 2006. Señala el señor Gerente que hay un fenómeno asociado a la depreciación del dólar que es importante. Sin embargo, indica que existen también algunos factores asociados a la oferta, en particular las caídas importantes que está mostrando la ley del mineral, lo anterior tomado sobre la base de Codelco y algunas otras mineras. En general, todas están observando caídas en sus leyes, lo que está en línea con los aumentos de precios y los costos, los que también han estado aumentando de manera importante. Indica que desde el punto de vista de la producción y como está impactando ese fenómeno, existen proyecciones de oferta para el cobre que se tenía en enero del 2007, para el 2008 y para el 2009, y que lo que se observa es una corrección sistemática a la baja en la producción de cobre mundial. Agrega que, posiblemente no se nota mucho en el año 2009, pero en un mercado apretado se habla de efectos significativos. Indica que hay catastros de proyectos de inversiones y proyectos en carpeta de aumento de producción hacia el año 2009, pero de todas maneras son más bajos de lo que se anticipaba un año atrás.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta sobre el aumento de producción mundial, de dónde provienen y cuánto es el porcentaje de Chile. El Gerente señor Lehmann señala que Chile sí tiene un porcentaje, y que este año está Gabriela Mistral y que el próximo también hay estaciones de yacimientos mineros.

El Gerente de Análisis Internacional, respecto al petróleo y gasolina, indica que se ha visto un comportamiento hacia el alza. El petróleo presenta un aumento muy significativo en el margen, ubicado en torno a 110 dólares el barril. El precio de la gasolina también ha tenido una tendencia al alza en los últimos 30 días, pero es muy destacable que comparando con la trayectoria, si se parte de enero de 2007 hasta hoy día, la trayectoria de aumento del precio de la gasolina ha sido bastante más moderada. Señala que existe una holgura en el mercado de la gasolina que está reflejando un comportamiento bastante más moderado en términos de precios del petróleo. Respecto a los inventarios de crudo, indica que en la demanda se ha visto una recuperación, y que el aumento del precio más bien está asociado con el fenómeno de evolución del dólar en los mercados internacionales. Señala que existe una situación de inventarios bastante más holgada que a comienzos de año. Sin embargo, en materia de *heating oil* la situación es más compleja, ya que existe una estrechez bastante más significativa en comparación con lo que se observó en años anteriores, pero que como se mencionó, hoy pasó a ser más relevante el precio o el mercado de la gasolina, entendiendo la estación en el hemisferio norte. En el mercado de la gasolina hay bastante holgura, los inventarios sobre demanda de gasolina muestran una situación bastante más aliviada y, en el caso del *heating oil,* más aliviado de lo que se había observado en años anteriores, lo que probablemente da cuenta de un efecto demanda de gasolina que está impactando a los mercados.

En el caso de los granos, la tendencia también ha sido al alza. En el caso del trigo, existe bastante volatilidad, pero la tendencia es mayor. El maíz ha estado subiendo y el arroz muestra incremento. En términos de proyecciones, derivado de lo más reciente en materia de precios, para el mercado del cobre se han revisado al alza las proyecciones del Banco Central de Chile. La proyección que se presenta tiene un aumento. De todas maneras, una tendencia hacia la baja en materia de precios se marca también en los futuros para mostrar una referencia respecto a estos mercados. En el caso del petróleo también se ha observado un ajuste importante, esto es, a partir de los futuros del precio petróleo muy significativo, respecto a lo que se tenía hace un mes producto de los registros más recientes. En el precio de la gasolina también hay un aumento significativo de las proyecciones de los precios internacionales. En la línea de resumen, el precio del cobre se revisó al alza, producto de lo que se está observando en lo más reciente, desde casi US$ 3 a US$ 3,30, lo que también se refleja en las proyecciones para el año 2009. En el caso del petróleo, se está hablando de una proyección US$ 10 más alta de lo que se tenía hace un mes, y eso más menos se repite para el año 2009. Para 2008 y 2009, el precio de la gasolina también registra un aumento, no tan marcado como el precio del petróleo, pero relativamente significativo. El precio del trigo también proyecta precios más altos para 2008 y 2009. La excepción es la leche, que ha mostrado una caída en los mercados internacionales.

El Consejero señor Marfán manifiesta lo positivo que le parece utilizar un deflactor sin dólar, para saber realmente qué es lo que está pasando. Menciona que, si ya existe ese deflactor que se usó para el precio del cobre, por qué no usarlo también en estos otros casos para poder despejar. Comenta que le pareció muy bueno el indicador e indica que le queda un cuestionamiento que no sabe cómo se resuelve y solamente lo plantea y es qué pasa si es la economía mundial la que está sobrecalentada, si hubiera inflación mundial, cómo se manifestaría ese fenómeno.

El Gerente señor Lehmann comenta que solamente para efectos comparativos como está señalado en las proyecciones 2008-2009, comparado con otros bancos de inversión, el Banco Central ha sido más reactivo a los precios más recientes, y que por eso se está tal vez proyectando precios más altos para 2008 – 2009, respecto a otros bancos de inversión. En el caso del cobre, se está muy en línea con lo que están observando y registrando agentes expertos en este mercado.

Por otra parte, el Consejero señor Manuel Marfán comenta que se percibe un ambiente de crisis financiera más o menos fuerte en Estados Unidos de América que sería un poco más que una recesión. Señala que las intervenciones que ha hecho la Reserva Federal suenan más bien a un rescate. Se pregunta el señor Consejero qué pasaría si Estados Unidos de América, como economía, se pone más riesgoso, cuando para cualquier indicador de riesgo, Estados Unidos de América es el *benchmark*. Indica que esa es otra interrogante que no tiene muy claro cómo se resuelve.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux señala, sobre el mismo tema, que ese fenómeno se debería estar viendo en las tasas largas en dólares, y que éstas están cayendo, es decir, a pesar de todo lo que se señala, sigue siendo refugio.

El Gerente señor Lehmann señala que tiende a coincidir con la percepción que la situación financiera en Estados Unidos de América es compleja. Agrega que ha habido aumentos importantes en las percepciones de riesgo no solamente de empresas con bajo nivel de inversión, sino que también de aquéllas que tienen una alta clasificación. Destaca especialmente y por eso lo mostró en la gráfica presentada, lo que está pasando con las aseguradoras de bonos, lo que tiene efectos sobre *hedge funds* u otros inversionistas que pueden ser muy significativos. Los CDS de esos agentes han subido de manera muy importante y por eso están contagiando en cierto modo a otros inversionistas. Estima que hay un riesgo importante de que esta crisis tenga un efecto real mayor y muy significativo del que hoy día se está observando o lo que está considerando el escenario base.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García comenta que hay una línea que cuando se cruza es cualitativamente muy diferente a lo que se está viendo ahora y ocurriría en el caso en que se produce una pérdida patrimonial para los ahorrantes en general en Estados Unidos de América y que el Fisco decida solucionar ese problema, sea vía impuesto, inflación, o vía mayor emisión de deuda por magnitudes significativas. En ese momento, los Bonos del Tesoro dejarían de ser refugio, pero mientras no se llegue a esa etapa, los Bonos del Tesoro continúan siendo un refugio.

El Vicepresidente señor Desormeaux coincide con la opinión del Consejero Marfán, en el sentido que se está viendo una serie de señales de deterioro del sistema financiero norteamericano que son inquietantes. Pero al lado de eso, agrega, también hay que decir que la reacción de las autoridades norteamericanas es increíblemente agresiva. Señala que existe un discurso que está en la Reserva Federal de Nueva York de *Timothy Geithner* donde dice o explica por qué se está haciendo este *swap* de bonos, y señala que además están dispuestos a hacer todo lo que sea necesario para evitar un daño al sistema financiero, lo que le parece muy significativo.

El Consejero Manuel Marfán indica que está más bien pensando en diagnóstico que en pronóstico. Comenta que cuando la Reserva Federal empieza a comprar cartera mala para reemplazarla por activos propios, también puede ser otra línea y resulta que eso es exactamente lo que está ocurriendo y es un tema que no es desconocido para nuestro país. Indica que el punto está en los órdenes de magnitud, porque cuando hizo el rescate de *Long Term Capital Management* ocurrió lo mismo. Rescató 60 mil millones de dólares y también estaba comprando cartera mala. Menciona el señor Consejero que tiene la impresión que a los órdenes de magnitud en la compra de cartera mala, también hay que ponerle una línea y el Banco Central se está acercando a esa línea. No quiere decir que la ha cruzado, pero claramente se está acercando. Añade que los bancos centrales cuando empiezan a comprar carteras malas a los bancos, se debe a algún problema que el mercado no es capaz de resolver.

El Consejero señor Enrique Marshall comenta que en las cifras que se tienen del sistema financiero norteamericano en general, y del mercado secundario, hay muchos signos de anormalidades. Estima que no se puede hablar todavía de crisis o que realmente se está en un escenario de crisis, pero hay muchas señales extremadamente complejas. La morosidad ya no está referida solo a *subprime*, sino que es completamente generalizada. Indica que, a esta altura, hablar de una crisis *subprime* no tiene sentido. La morosidad está aumentando en todos los negocios y los bancos están con serios problemas para recurrir al mercado monetario. Comenta que en días pasados un importante banquero en Chile le mencionó que hoy no salen al mercado a levantar fondos. Entonces, si esa es la situación, si los 10 bancos más grandes del mundo no salen a levantar fondos, es porque existen problemas, lo que no es un tema menor. Se está hablando del mercado norteamericano y del mercado europeo. Ahora, pregunta, por qué los Bonos del Tesoro están donde están y por qué han servido de refugio? Menciona que eso guarda relación con la realidad norteamericana. Señala que para el Banco Central de Chile es difícil pensar en una crisis financiera que no afecte al conjunto de la economía y también al soberano, porque esa es la experiencia. En Estados Unidos de América la Tasa de Interés Promedio, macroeconómicamente hablando no ha bajado, sino que más bien ha tendido a subir. La Reserva Federal trata de tirar la tasa para abajo, pero los *spreads* de crédito van hacia arriba y de forma muy significativa. Entonces, señala que no sabe si realmente se está en una situación de crisis, pero sí de semi crisis y no se sabe en qué va a derivar esto.

El Gerente de División Política Financiera, señor Kevin Cowan indica que no sabe si desde el punto de vista semántico se trata de una crisis o no, pero al final se ve que, desde octubre – noviembre del año pasado, varios de los mercados de crédito en Estados Unidos de América están cerrados. Entonces, en términos del efecto real, si esto se llama crisis o no, a las empresas les está costando mucho en términos de precio y en términos de cantidad ir a levantar bonos, y estas son empresas no solamente de mala categoría, sino que compañías que están en el límite del *investment grade*. Habiendo dicho eso, comenta el señor Cowan, que en realidad también le gustaría señalar que efectivamente lo que está haciendo la Reserva Federal puede interpretarse como una inyección de liquidez, y se tiene que estar abiertos a esa interpretación. Señala que no se trata de un rescate. En el fondo se está pensando que detrás de la Reserva Federal hay un ambiente de incertidumbre respecto a la calidad de los activos y es lo que viene pasando desde septiembre. Los bancos empiezan a obstruir el mercado interbancario porque no se sabe quién tiene el activo. En ese contexto, es pasarle temporalmente un activo que sirve como salvavidas en el mercado interbancario, con la idea de recomprarlo. Entonces, no se trata de una compra de cartera, sino que es aprovechar la liquidez del sistema interbancario que está obstruido porque los bancos no saben y tienen todavía incertidumbre respecto a la calidad de los activos de los otros bancos. Un escenario probable es que se esté en problemas de solvencia bancaria, pero hay un escenario en que esto es una inyección de liquidez, y en el fondo, el problema es la incertidumbre asociada. Es preciso poner este escenario sobre la mesa, dejando en claro que no se está hablando de comprar cartera.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco agrega en primer lugar que hay que tener mucho cuidado con este punto, porque sea o no compra de cartera, lo que sí se está viendo es una intervención, una provisión de liquidez de emergencia que no tiene precedentes. Señala que ese es un hecho objetivo y alarmante. En segundo lugar, indica que estima que precisamente por eso, por la precedencia de un *credit charnel* y por las otras cosas que se acaban de mencionar, se puede tener legítimas dudas respecto a la utilidad de la política monetaria, porque una cosa es bajar la tasa corta que fija la Reserva Federal, y otra cosa es que baje la tasa a la cual las empresas se pueden endeudar, lo que complica el panorama. Como tercer punto, agrega que este fenómeno lo ha percibido conversando con los señores

Geithner y Rubini. Manifiesta que estuvo con ambos en el mes de enero en Suiza y que la percepción de ellos más informal es que el grado de incertidumbre, el intervalo de confianza alrededor de cualquier proyección, es gigantesco. Eso también hay que ponderarlo en alguna medida. Manifiesta que por lo menos desde que él está en este cargo, nunca había visto en un país desarrollado un grado de incertidumbre, respecto a los posibles *outcomes* como el que le han confesado los principales actores.

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

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Magendzo señala que en la exposición se han realizado algunos cambios de formato en los que se han agrupado distintos gráficos en una lámina, para poder hablar de un tema al mismo tiempo con varias gráficas.

Menciona el expositor que el IPC en el mes de febrero aumentó 0,4% mensual — 8,1% anual— cifra superior a lo proyectado hace un mes tanto internamente como por parte del mercado. Agrega que las medidas de inflación subyacente, IPCX e IPCX1, alcanzaron a 0,9% y 0,4% mensual, respectivamente, con variaciones anuales de 7% en el caso del primer indicador y de 6,6% en el segundo. Por su parte, las velocidades trimestrales del IPCX e IPCX1 aumentaron en el margen, mientras la del IPC total y la velocidad mensual del IPCX1 disminuyeron. Las medidas de tendencia inflacionaria MPA y TMVC no aumentaron. La media podada por artículos pasó de crecer 5,5% a 5,4% anual, mientras la medida que poda los componentes más volátiles se mantuvo en 3,8% anual. Por su lado, la inflación anual de servicios subyacente, que estadísticamente muestra una mayor persistencia que la inflación de bienes subyacente, se mantuvo en 5,1% y el IPC sin alimentos y energía aumentó 3,3% anual (2,9% en enero).

Menciona el señor Magendzo que la mayor inflación del mes de febrero, respecto de lo previsto, junto, entre otros factores, al aumento del precio del petróleo, llevaron a un incremento de las medidas de expectativas de inflación durante el último mes, que se exacerbó tras la publicación del IPC. Hace presente también que la reacción de las expectativas de inflación fue, en promedio, mayor a la que habitualmente se da ante errores de proyección de magnitud similar al registrado en la inflación de febrero. Agrega que de acuerdo con la encuesta a operadores de mesas de dinero, la inflación esperada a uno y dos años se ubica en 4,8% y 4,0%, respectivamente, cifras que al momento de la Reunión de febrero eran 3,8% y 3,45%. Por su parte, señala que las expectativas que se desprenden de la compensación inflacionaria de los instrumentos derivados también aumentan. La de 1 en 1 aumenta hasta 4,18% (3,87% en febrero), mientras las de mayor plazo 5 en 5 alcanzan valores de 3,91% (3,65% en febrero). En el mismo sentido, la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) muestra un incremento en la inflación esperada a diciembre del 2008 y diciembre del 2009: 4,3% y 3,5% anual, respectivamente, (3,8% y 3,2% anual el mes anterior). Señala el expositor, que es importante destacar que la lectura de la compensación inflacionaria es compleja por la dificultad de aislar correctamente los premios por riesgo implícitos en los precios de los activos financieros. Esta dificultad aumenta en períodos como el actual, en que la inflación ha sorprendido continuamente al mercado, por lo que el incremento de la compensación inflacionaria respondería en mayor medida a la existencia de un premio por riesgo más alto y no necesariamente a expectativas de inflación genuinamente mayores o alejadas de la meta de inflación. Este fenómeno, en todo caso, no es único de la economía chilena, observándose casos de mercados mucho más desarrollados y profundos, como en Estados Unidos de América, en que la lectura de la compensación inflacionaria muestra aumentos importantes en el último tiempo, posiblemente ligados a los premios implícitos en los precios. Más allá de lo

anterior, las noticias acumuladas en las últimas semanas apuntan hacia un panorama inflacionario en que los riesgos han aumentado.

En cuanto a la actividad interna, menciona el señor Magendzo que los datos del mes de enero volvieron a mostrar una debilidad de la actividad mayor que la prevista en el *IPoM*, dando mayor validez al sesgo a la baja que se consideró para la proyección de crecimiento de la actividad en el año 2008. Señala que en enero el Imacec creció 3,4% anual, 3,6% al considerar la diferencia respecto de la composición de días hábiles de igual período de 2007, destacando el efecto adverso de la caída en la producción de la minería, que acentuó la contribución negativa de los sectores ligados a recursos naturales. Por su parte, indica que en el resto de los sectores, los de servicios continuaron creciendo a tasas relevantes, en línea con la evolución del consumo. El crecimiento anual de la industria mostró una leve recuperación en comparación con el mes anterior, no obstante, continúa en tasas inferiores a las observadas en la primera mitad de 2007. Señala el expositor que en este resultado se sigue apreciando el aporte negativo de las ramas ligadas a la oferta, en particular el metanol. Además, cabe destacar que la producción de las ramas que compiten con productos importados ha mostrado una creciente debilidad a partir del último trimestre de 2007.

Manifiesta el señor Gerente que las cifras del mercado laboral del mes de enero corroboraron el mayor dinamismo del empleo que se comenzó a observar en diciembre. El crecimiento del empleo mostró un nuevo repunte, llegando a una tasa anual de 3,6% y registrando una significativa aceleración respecto de los meses previos. Señala el señor Magendzo que por categoría ocupacional, el empleo asalariado creció 6% anual lo que, en términos desestacionalizados, equivale a 52 mil puestos de trabajo más que en el trimestre móvil anterior. El empleo por cuenta propia siguió mostrando tasas de variación anual negativas. Por sectores, el incremento anual del empleo estuvo liderado por la construcción y el comercio, aunque en el resto de las ramas de actividad también se registró un aumento en las tasas de variación anual. Indica el expositor que todo lo anterior, ocurrió en un contexto en que la tasa de crecimiento de la fuerza de trabajo, y por ende, la tasa de participación laboral, siguieron aumentando con fuerza. Así, después de registrar incrementos por seis meses consecutivos, la tasa de desempleo desestacionalizada no varió en el último trimestre móvil, manteniéndose en 8%.

Hace presente también el señor Gerente que por el lado de la demanda, las cifras de consumo privado de enero indicaron que éste sigue creciendo a tasas relevantes, aunque en términos de velocidades se ratifica, en línea con lo estimado en el *IPoM*, una desaceleración a partir del último cuarto de 2007. A su vez, en febrero las importaciones de bienes de consumo se mantuvieron en niveles elevados. Por su parte, las expectativas de los consumidores a febrero, medidas a través del IPEC, continuaron en el lado pesimista. En cuanto a las condiciones financieras, en febrero los agregados monetarios se mantuvieron creciendo a tasas elevadas y las tasas de interés de colocación en pesos presentaron leves bajas, alcanzando las de consumo y las comerciales niveles de 32,2% y 10,8%, respectivamente, 32,3% y 11,1% el mes anterior.

Manifiesta el señor Magendzo que, respecto de la inversión, en febrero las importaciones de bienes de capital siguieron en niveles elevados, manteniéndose por sobre US$ 600 millones mensuales, aparentemente destinadas mayoritariamente a proyectos de energía y minería. Por su parte, las expectativas de los empresarios aumentaron por segundo mes consecutivo, aunque las de los ligados a la minería retrocedieron. En cuanto a la bolsa local, el IPSA en pesos no muestra cambios relevantes respecto del cierre de la Reunión anterior. Medido en dólares se observó una rentabilidad mayor de 7,2%. Respecto de otras bolsas, el IPSA mostró un comportamiento similar al rendimiento de otras plazas de la región (MSCI LA) y mejor que el de las bolsas del mundo (MSCI Mundial). Señala el señor Gerente,

que en el año móvil terminado en el cuarto trimestre del 2007, la rentabilidad de las sociedades anónimas que reportan las FECU fue similar a lo registrado a lo largo del 2007, alcanzando a 19,1%, excluyendo minería, y la rentabilidad fue 12,1% anual.

Manifiesta el señor Gerente que en cuanto a las presiones de costos, en enero los salarios nominales tuvieron un aumento relevante de sus tasas de variación anual, aunque se estima que este crecimiento sigue siendo acorde con las cláusulas habituales de indexación. En términos nominales, el costo de la mano de obra (CMO) creció 6,7% anual, 6,4% en diciembre y las remuneraciones por hora (IREM) aumentaron 8,8% anual, 8,3% en diciembre. Considerando la inflación de ese mes, los salarios reales, IREM y CMO, también aumentaron su tasa de variación anual, lo mismo que los costos laborales unitarios (CLU) que registraron un nuevo incremento atribuible principalmente al efecto de la mayor creación de empleos que redujo la productividad medida. Por su parte, la velocidad de expansión de las distintas medidas de CLU aumentó en el margen, luego de varios meses de descensos.

Considerando todo lo anterior, menciona el señor Magendzo que las perspectivas para la Tasa de Política Monetaria se ajustan al alza respecto del mes anterior, volviendo hacia el escenario del *IPoM* de enero en que se anticipaban entre cero y dos alzas adicionales de la Tasa de Política Monetaria. Sin embargo, a diferencia de enero, en este mes más de un indicador anticipa dos alzas de la Tasa de Política Monetaria. En particular, la curva *forward* volvió a empinarse en el corto plazo, indicando que la Tasa de Política Monetaria llegaría a 6,75% a mediados de año. No obstante, también sigue considerando que la Tasa de Política Monetaria se reduciría hasta 6,5% a fines de año. Las tasas *swap*, en tanto, volvieron, como en enero, a mostrar dos nuevas alzas de la Tasa de Política Monetaria en lo que queda del 2008. Finalmente, indica que la Encuesta de Expectativas Económicas, aunque con menor probabilidad, sigue contemplando un recorte de la mencionada Tasa desde su nivel actual hacia fines de año.

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

En relación al aumento inesperado y generalizado del precio de los alimentos perecibles y no perecibles, el Presidente consulta al señor Magendzo si habría que esperar que este aumento continúe más aceleradamente que hace un mes. El señor Gerente responde afirmativamente en atención a que dicho aumento no se está viendo como un adelanto de una situación que se pensó que iba a ocurrir, sino que se está observando que el efecto de la sequía ha sido mayor de lo que se esperaba y que además es persistente en el tiempo.

El Consejero señor Manuel Marfán consulta al señor Magendzo si cuando se refiere a que va a seguir aumentando el costo de los alimentos lo hace pensando en los próximos 6 meses, porque no se sabe si va a haber sequía el próximo año, es decir, menciona el señor Marfán, en el horizonte de dos años no necesariamente tendría que haber más inflación por este motivo.

El Ministro de Hacienda, señor Andrés Velasco comenta que al parecer se está ante un fenómeno de *exis volatility* de las proyecciones del mercado en respuesta a innovaciones del IPC de un mes y que eso es una afirmación fácil de constatar o de cuantificar si se preparara un gráfico al respecto.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García menciona que ese es un tema que se ha evaluado internamente y donde efectivamente se ha observado que en las reacciones de las presiones inflacionarias ha habido una sobrerreacción mayor que la usual.

Respecto a la baja notable en el mes de enero que indica el señor Ministro, el Gerente señor Pablo García comenta que efectivamente es así y que lo han atribuido a primas por riesgo que hoy día, debido a la incertidumbre que existe, son más sensibles a las noticias.

El Presidente señor De Gregorio señala al señor Ministro que el tema de la compensación inflacionaria lo han discutido bastante y que no hay evidencia de un desanclaje u otro escenario. Indica que el problema que se presenta con la Encuesta de Expectativas es que es extremadamente sensible a la inflación corriente. El señor Ministro concuerda con esa opinión y manifiesta que tiene la sensación de que es ahí donde se contamina el premio por riesgo.

El Consejero señor Manuel Marfán comenta que en su opinión las proyecciones del Banco tienen el mismo defecto. Señala que ahora acaban de subir los precios de los alimentos y por lo tanto, se está proyectando también una inflación más alta para adelante porque se trata de un *shock* que no estaba metido en las expectativas y que por ello se lo califica de persistente, lo que es distinto a cuando se pone un adelanto. Cuando hay *shocks* de este tipo, que son sorpresas de algo que no se tenía incorporado, no le parece que sea irracional o anormal hacerlo.

El Consejero Sebastián Claro concuerda con la primera opinión y señala que es difícil incorporar otra visión de lo que ha pasado en el mes, ya que hay una idea generalizada de que los precios internacionales de alimentos y del petróleo se van a sostener por más tiempo y eso de alguna manera está incorporado en esta expectativa.

El señor Ministro señala que le parece dudoso que esta variable cambie mes a mes.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García señala que explicará el contexto en el cual se hace este análisis. Indica que la práctica habitual de los últimos años ha sido considerar que las sorpresas que se ven en los datos mensuales son, a lo más, de efectos en el nivel, y muchas veces se ha supuesto que se revierte. En esta ocasión, y es la evaluación del equipo, se estima que debido a los fuertes movimientos que se han visto en los precios de alimentos en el mundo y donde hemos quedado cortos respecto a ese componente de la inflación, se supone que hay una propagación hacia delante en ese componente, pero es una evaluación de juicio y no es una mecánica habitual. Eso es para el corto plazo. A dos años plazo el contexto de proyecciones que se tiene es por los *IPoM* donde la discusión fundamental es qué pasa con la inflación internacional. Dependiendo de cuál discusión se haga de la inflación internacional habrá cierta persistencia o no de hechos de este tipo, pero no es lo que ocurre hoy día a dos años.

El Consejero Manuel Marfán comenta que si un agente supiera cuánto va a ser la inflación hacia delante se haría millonario. Señala que esa información es muy valiosa, por la cantidad de arbitrajes que se pueden hacer, etc. Le extrañaría que el sistema financiero esté haciendo proyecciones de inflación que no sean las mejores que se pueden hacer. Si existe ese grado de reacción, le parece que es una manera eficiente en el sentido de incorporar toda la información disponible para la toma de decisiones, pero indica que la proyección de inflación de corto plazo es muy difícil de hacer, y que el Banco se equivoca demasiado al hacerla. Agrega que tiene una volatilidad que es muy grande y si hay una parte del patrimonio muy

importante de los agentes que está involucrada, entonces cobra una prima por riesgo más alta a mayor incertidumbre.

El Gerente señor Magendzo señala que lo que se pretende no es sugerir irracionalidad por parte de los agentes necesariamente, solamente decir que hay un fenómeno que fue bastante llamativo y que con la inflación que salió en un día los agentes tuvieron la sorpresa de dos décimas y subieron la proyección inflacionaria más de 9 puntos y eso requiere una explicación más allá de decir "ah, fue la sorpresa de febrero". Señala que no se pueden explicar la sorpresa de febrero. Habría que agregar otro elemento y después evaluar otros factores, como dice el Consejero Marfán.

El señor Magendzo señala que de los derivados crediticios no solamente no se tiene muchas noticias sino que tuvieron problemas con los datos porque los cambios de contabilidad que se están haciendo provocaron problemas, y considera que se van a demorar un poco en volver a analizar correctamente el mercado crediticio. Indica que en todo caso, tienen datos diarios que son aproximados y que muestran que las colocaciones siguen creciendo a tasas bastante elevadas.

El señor Presidente señala que habría que hacer un esfuerzo al respecto porque el canal del crédito es de enorme importancia. El Gerente señor Magendzo comenta que efectivamente se está haciendo un esfuerzo.

En relación a los índices del sector manufacturero y agrícola, el señor Ministro solicita al Presidente la posibilidad de que el *staff* del Banco confeccione índices de precios al interior del sector manufacturero como del sector agrícola, a lo que el señor Presidente responde que se verá la factibilidad de integrar dicha petición a la agenda de trabajo del equipo.

El Gerente señor Magendzo comenta que se tiene un proyecto que está un poco en esa línea, respecto a precios de productos industriales. El Consejero señor Sebastián Claro menciona que el Servicio Nacional de Aduanas posee todos los datos de valor unitario, a lo que el señor Magendzo responde que efectivamente es así, pero que son datos que requieren ser organizados y ponderados en forma muy minuciosa, con muchos detalles y aplicando filtros para obtener la información requerida. Comenta asimismo, que resulta más fácil hacer un gráfico producto por producto, ya que existe el valor de exportación de éstos.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco consulta respecto a qué metodología entrega la gráfica sobre el tipo de cambio. El Gerente señor Pablo García responde que se aplica la base para quedar cubierta a un horizonte de cuatro años, anclada en un punto a cuatro años, que es un tipo de cambio dado por fundamentales y que para dichos fundamentales se usa el precio del cobre y del petróleo por los efectos de estacionalidad del tipo de cambio.

El Consejero señor Sebastián Claro comenta que tal vez el modelo no sea muy adecuado, pero no se puede enfatizar este punto sin tener un modelo alternativo.

El Consejero señor Manuel Marfán opina que como se trata de una cuestión de equilibrio parcial, nunca sabe si se trata del tipo de cambio de largo plazo. A su juicio hubo un hecho fundamental que ha estado presente desde octubre hasta ahora y es que la tasa de interés *on shore* en dólares tocó uno de los bordes de los puntos de arbitraje donde empezaba a haber arbitraje, porque también hay una zona sin arbitraje. En esta ocasión ha habido arbitraje y ese elemento hace que la información económica y financiera de corto plazo y coyuntural sea mucho más potente. Señala que le hace mucho sentido tomar esta muestra

desde diciembre hasta ahora, porque le parece que además es el período donde más se ha acelerado la apreciación del tipo de cambio.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux comenta que el señor Presidente ha dicho que ese factor relativamente constante a través del tiempo podría tratarse de *carry trade*. Para ser más explícito, señala que se habría utilizado a Chile como un lugar donde construir posesiones de *hedge* para la gente que hace *carry trade* en Brasil, y según la información que a él le han proporcionado bancos de inversión, Chile ha sido sustituido por México, lo que podría explicar que un tipo de cambio que se apreció muy poco el año pasado, súbitamente se deprecia en el país que se usa para la protección y por ello, consulta cómo se lee esa depreciación, cuáles son las áreas que suman la depreciación, a lo que el Gerente señor Magendzo responde que todas las áreas, positivas más negativas.

A modo complementario, el Gerente señor Cowan señala que en el promedio de la muestra que ha preparado con los señores *Selaive y Rappaport* está explicado un 40% y un 60% es residuo. El señor Ministro indica que una cosa es que haya un residuo grande, pero que otra cosa muy distinta es que haya un residuo del mismo lado.

El Gerente señor Magendzo sobre este tema señala que hay dos aspectos que considerar. Primero, que el 40% del modelo que tienen el señor Cowan y sus coautores es distinto a éste, porque en éste está la paridad de tasas más algunas elasticidades sacadas de ese otro modelo. En segundo lugar, el modelo mencionado por el Gerente de División Política Financiera no es un modelo estrictamente de paridad de tasas y estima que la evidencia empírica que existe sobre paridad de tasas es bastante mala, por lo que hay que aunar todo. Comenta que si se mira desde diciembre hasta el 7 de marzo, es como dice el señor Cowan, que se explica el 40% de la apreciación cambiaria con estos movimientos de fundamentales.

Respecto al tema de la inversión, el Consejero señor Enrique Marshall señala que sería conveniente en el futuro hacer un seguimiento a las emisiones de bonos, porque hay bastante escasez de emisiones de bonos que no sean financieras. Menciona que en la última lista que revisó todas la emisiones de bonos que estaban en el *pipe line* eran financieras y la única que no era de bancos era Forum. El señor Marshall se pregunta la razón de por qué no hay emisiones. Estima que puede ser porque los bancos estén haciendo la intermediación, o que no haya proyectos, o que las empresas estén con mucha caja, pero es un elemento que le llama la atención.

El señor Magendzo comenta que la última noticia que se tuvo fue que MASISA iba a colocar un ADR y que finalmente no lo hizo. Señala que esa situación puede estar ligada al sector maderas que no ha estado bien o que el ambiente no esté auspicioso para colocar dinero.

En relación a la industria y el mercado laboral, el Vicepresidente señor Jorge Desormeaux señala que le llama la atención que se esté contratando mucha gente y no se esté produciendo más.

El señor Magendzo indica que se han presentado algunos problemas con la Asociación Chilena de Seguridad porque en cálculos e índices solicitados por el Banco, han mostrado cifras poco claras, y por lo mismo el gráfico de empleos asalariados está con datos inexactos.

El Consejero señor Marshall señala que puede ser efecto de la fiscalización que está aplicando la Dirección del Trabajo a lo que el Consejero Marfán agrega que efectivamente antes subcontrataban y ahora están obligados a incorporarlos en sus planillas.

En relación a los costos laborales, el Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco señala que el crecimiento de la fuerza de trabajo ha sido y sigue siendo inusualmente alto y eso tiene que tener algún efecto sobre la tendencia de crecimiento de los salarios nominales. Añade también que el desempleo no ha seguido aumentando.

En relación con el precio de la gasolina, el Consejero señor Marfán señala que la mayor incertidumbre que hay es cuándo entra a operar la exención tributaria que se está tramitando. De acuerdo al escenario alternativo presentado por el señor Magendzo sería la última semana de marzo.

El Consejero señor Desormeaux solicita al señor Magendzo que se refiera a la inflación de marzo en particular, respecto a cuánta seguridad y cuánta incertidumbre se tiene.

El señor Magendzo señala que la inflación que se está viendo a marzo, si bien es similar a la que se tenía en el *IPoM* de enero, su composición es bastante distinta. Indica que tiene siete décimas más de X1 que se explican por Alimentos. Por otro lado, los combustibles en particular la gasolina, tendrían una inflación bastante menor. Comenta que lo que más juega en marzo para que este número sea abultado es el reajuste en Educación. Menciona además que las proyecciones de inflación están sujetas hoy día a grados de incertidumbres bastante altos lo que se ilustra con un gráfico donde la corrección de la proyección de inflación no se da en los componentes más estables, sino que en los más volátiles, que corresponden a la tónica de los meses pasados. Señala que son los componentes más volátiles los que están haciendo ruido en la proyección, mientras que los más estables se han comportado según lo que se ha proyectado y han continuado así.

El señor Presidente consulta si el tipo de cambio afecta a los costos marginales. El señor Magendzo responde que efectivamente así es, pero no lo suficiente, ya que además hay un cierto rezago entre los costos marginales que se miran y la fijación tarifaria.

Respecto a expectativas de mercado, el señor Magendzo indica que las mesas de dinero están esperando, a un año, inflaciones en torno a 4,7% y también la Encuesta de Expectativas aumenta su expectativa de inflación por sobre 4% a un año. A dos años las mesas de dinero están esperando 4%, mientras que la Encuesta de Expectativas persiste por segundo mes en 3,2% y esa es la inflación esperada para Chile. Ante esta afirmación el señor Presidente consulta la razón de que esta sea la inflación esperada para Chile.

El señor Magendzo responde que la estimación de *Consensus Forecast* a un año es por sobre 4% y comenta que dada la relevancia de este tema, se presentó en esta Reunión la Encuesta de Expectativas que hace el IMCE y el IPEC, donde se consulta a los encuestados cuánto esperan que sea la inflación en doce meses y la respuesta es cercana a 5%. Esta respuesta se ha mantenido por varios meses. En relación al indicador que consulta sobre cuánto está usted preocupado por la inflación en los doce meses que se le hace a los encuestados del IPEC, señala que ésta ha ido subiendo marginalmente, pero que igualmente es más baja que el *peak* que alcanzó en algún momento.

El Presidente, señor José De Gregorio, 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 Nº 120.

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

El Gerente de División Estudios señala que en la última Reunión de Política Monetaria, el Consejo decidió mantener la Tasa de Política Monetaria en 6,25 puntos base. Adicionalmente, señala el Gerente de División Estudios que el Consejo estimó que no se podía descartar un ajuste adicional de la Tasa de Política Monetaria, dependiendo de la información acumulada, en particular el desarrollo del escenario internacional, la persistencia de la apreciación cambiaria reciente y la eventual propagación de los *shocks* inflacionarios del año pasado a otros precios.

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

1.- En el ámbito internacional, los indicadores del mes han seguido mostrando marcadas caídas en la actividad de Estados Unidos de América, mientras los mercados financieros desarrollados dan cuenta de nuevos ajustes. La situación de liquidez en los mercados interbancarios globales continúa frágil, lo que ha requerido de significativas medidas adicionales por parte de los principales Bancos Centrales. Asimismo, el deterioro de la calidad crediticia de los clientes del sistema financiero se ha acentuado, y el dólar se ha debilitado a nivel internacional.

2.- Señala también que en el resto de las economías desarrolladas, se aprecian signos más notorios de debilitamiento económico, pero las economías emergentes mantienen un panorama de crecimiento saludable, en un entorno generalizado de mayores precios de materias primas.

3.- En el caso de Chile, la principal novedad ha sido una apreciación adicional significativa del peso. Agrega el señor García que, desde diciembre, esta apreciación se podría explicar hasta en un 50% por la combinación de cambios en los diferenciales de tasas de interés y precios esperados del cobre y del petróleo.

4.- Por otro lado, menciona el señor García que en febrero el incremento del IPC excedió en 1-2 décimas las proyecciones internas. Asimismo, agrega que la inflación continúa elevada y la interpretación del origen de estas sorpresas hace esperar más inflación en alimentos en el corto plazo.

5.- Indica el señor García que el mercado reaccionó intensamente a la mayor inflación de febrero, con incrementos en las compensaciones inflacionarias a todos los plazos, por magnitudes dos o tres veces el tamaño de la sorpresa inflacionaria.

6.- Señala también el señor García, que por el lado de la actividad económica, se consolida un panorama de actividad para el primer trimestre menor que el previsto en el *IPoM*, pero similar al evaluado en la Reunión de Política Monetaria pasada. La demanda interna, en particular la inversión, sigue creciendo a tasas elevadas. En tanto, la situación energética sigue siendo altamente incierta.

7.- Comenta el señor García que, congruente con la interpretación del mercado de las implicancias de la sorpresa de febrero, las expectativas privadas para la Tasa de Política Monetaria se han empinado en el corto plazo, volviendo a un escenario similar al del *IPoM*, con entre 0 y 2 aumentos adicionales de la Tasa de Política Monetaria.

Menciona el señor García que dados los antecedentes acumulados desde la última Reunión de Política Monetaria, se considera que las opciones más plausibles para esta ocasión son un incremento de la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base o su mantención en el nivel actual. Debido a los niveles de incertidumbre y las sorpresas del mes con implicancias opuestas para la política monetaria, se estima que esta decisión es particularmente difícil en esta ocasión. Asimismo, el señor García agrega que el panorama contempla, por un lado niveles de inflación anual muy por sobre la meta (y que en marzo será mayor aún), pero con noticias por el lado cambiario y de actividad global y local que podrían ser suficientes para que la inflación converja a la meta en el horizonte de política.

Señala el señor García que debido a la magnitud relativamente acotada de la sorpresa inflacionaria de febrero, y de actividad, en esta ocasión se estima que difícilmente esos antecedentes por sí solos pueden dar pie para justificar la decisión de mantener o subir la Tasa de Política Monetaria. Asimismo, en el ámbito externo, aunque las condiciones cíclicas de las economías desarrolladas se ven más debilitadas, el mundo emergente sigue mostrando un panorama auspicioso. Agrega el señor Gerente de División Estudios que la evidencia tampoco parece ser suficiente para inclinar la balanza por una u otra opción.

Agrega que por ello, en esta oportunidad, se estima que los aspectos claves a tomar en cuenta en la decisión son la evaluación que se tenga respecto del grado de persistencia de la apreciación del peso y su consecuente efecto desinflacionario en el corto y mediano plazo, así como la evaluación que se haga respecto de la coherencia de los actuales precios de activos financieros con las perspectivas esperadas de inflación y política que el Consejo estima como más probables hacia delante.

Respecto del primer punto, el señor García menciona que en la Reunión de Política Monetaria de febrero, se evaluaron las implicancias de distintas trayectorias cambiarias, mostrando cómo, en caso que la persistencia de la apreciación a dicha fecha fuese total, la inflación estaría dentro del rango meta varios meses antes que lo previsto, siendo incluso posible en esta eventualidad, que durante el primer semestre de 2009 se ubicase bajo 3%. Agrega el señor García que en esta ocasión, aunque es probable que un escenario como ese se materialice, es necesario evaluar en su conjunto el panorama de inflación externa, precios de *commodities* y tarifas eléctricas, ejercicio que se realiza para la elaboración de los *IPoM*. Indica que este panorama depende, sin duda, de que la apreciación del tipo de cambio nominal multilateral sea efectivamente una apreciación de carácter real, y no la simple compensación de mayor inflación externa. Los niveles a los que ha llegado el tipo de cambio real sugieren que la apreciación ha sido significativa en términos efectivos y no solo nominales.

Menciona el señor García que respecto del segundo punto, las proyecciones de corto plazo preparadas para esta Reunión de Política Monetaria consideran una aceleración de la inflación IPCX1 que va más allá de mantener la sorpresa del mes de febrero en el nivel de precios. Ello, considerando un efecto significativo de los mayores precios recientes de los alimentos sobre los productos donde potencialmente este traspaso se debería dar. Agrega que este escenario, en todo caso, es bastante más negativo que el considerado en reuniones pasadas y está sujeto a un alto grado de incertidumbre. Un escenario menos pesimista, similar al que se tenía en la Reunión de Política Monetaria pasada, pero dejando dentro de la base la

sorpresa de febrero, llevaría a acumular en torno a medio punto menos de inflación hasta agosto.

Manifiesta el señor García que el elevado grado de incertidumbre asociado a estas proyecciones está también presente en las evaluaciones del mercado, donde los análisis internos realizados indican que el aumento de la compensación inflacionaria a diversos plazos responde, en parte a la mayor incertidumbre respecto a la evolución de corto plazo de la UF y también a algo de mayores expectativas de inflación.

Señala el señor García que de esta forma, la opción de considerar un aumento de la Tasa de Política Monetaria en esta oportunidad, se puede justificar en la medida que se estime que el escenario macroeconómico actual contempla, con una probabilidad relevante, que se postergue la convergencia de la inflación a la meta, que la apreciación reciente del peso es un fenómeno fundamentalmente pasajero o con implicancias desinflacionarias menores, y que los precios de activos financieros dan una interpretación razonable de las expectativas privadas de inflación y las consecuentes acciones de política.

Agrega el señor García que, por otro lado, la opción de mantener la Tasa de Política Monetaria en esta ocasión se puede justificar con los argumentos contrarios. Indica principalmente, que la apreciación cambiaria ya ha sido de una magnitud tal que generará probablemente efectos desinflacionarios suficientes para permitir la convergencia de la inflación al rango de tolerancia, y que los precios de activos financieros están inusualmente afectados por la alta incertidumbre inflacionaria de la coyuntura actual.

Menciona el señor García que como es habitual, consideraciones de orden comunicacional pueden llevar en esta ocasión a ponderar de diversa forma las alternativas planteadas. En primer lugar, el mercado se encuentra inusualmente divido con respecto a la decisión de política. En ese sentido, es posible que cualquier opción que se tome provoque algún grado de sorpresa y ajuste en los precios de activos financieros. En segundo lugar, desde el último *IPoM* se ha mantenido un sesgo referido a las decisiones futuras de política, y que este tema será evaluado con particular cuidado en el comunicado por parte del mercado y analistas. Agrega el señor García que estas dos consideraciones hacen que mantener la Tasa de Política Monetaria y el sesgo del comunicado anterior, o subir la Tasa de Política Monetaria y eliminar el sesgo, sean opciones similares. Adicionalmente, indica que aumentar la Tasa de Política Monetaria manteniendo el sesgo o mantener la Tasa de Política Monetaria eliminando el sesgo llevaría a sorpresas de mayor magnitud en el mercado. Asimismo, el señor García agrega que en el primer caso, señalizando que existen preocupaciones inflacionarias superiores a las que se han comunicado con anterioridad; en el segundo, indicando que la apreciación cambiaria vivida es suficiente para hacer el trabajo de reducir la inflación hacia el rango meta.

Por otro lado, menciona el Gerente de División Estudios señor Pablo García que un tema táctico que no se puede eludir, se refiere al foco que existirá en el mercado respecto de la inflación de marzo. Debido a que en este mes se producen aumentos estacionales vinculados a la indización, la magnitud de la variación del IPC en marzo será leída como antecedente clave para evaluar la existencia de una propagación indeseada de la mayor inflación reciente. Agrega el señor García que en este sentido, la decisión de mantener en esta ocasión se expone al riesgo de tener que generar un incremento de la Tasa de Política Monetaria significativo en abril en caso de que la sorpresa inflacionaria sea relevante. Señala que un aumento de la Tasa de Política Monetaria ahora mitiga este riesgo. Por otro lado, menciona que, en caso de mantener el sesgo en esta ocasión, la divulgación de un nuevo *IPoM* en mayo haría difícil no validar el sesgo en abril, incluso con una inflación cercana a las proyecciones contenidas en este reporte.

Finalmente, menciona el señor Gerente de División que con relación a la dinámica cambiaria, en la medida que se estime que las fluctuaciones recientes son producto de una sobrerreacción basada en expectativas alejadas de los fundamentos, la mantención de un sesgo al alza podría sostener o acentuar este proceso de apreciación.

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

Señala el Gerente de Investigación Económica señor Klaus Schmidt-Hebbel que quiere referirse a dos temas. El primero, dice relación con la nueva facilidad de préstamo por US$ 200.000 millones anunciada por la Reserva Federal hace dos días. El segundo, es su recomendación de política monetaria.

En relación con la facilidad de préstamo de la Reserva Federal, *Term Securities Lending Facility*, indica que en la Reunión de la mañana, se mencionó que equivaldría a una compra de cartera mala por parte de dicha institución. Al respecto, el señor Schmidt-Hebbel indica que difiere de dicha interpretación, no por motivos contables o legales, como se mencionó, sino que por razones estrictamente económicas. Señala que dicha facilidad no constituye compra ni tampoco es necesariamente de cartera mala o vencida, ya que la operación consiste en entregar papeles emitidos por el Tesoro de Estados Unidos de América en préstamo por 28 días a operadores primarios, fundamentalmente grandes bancos, garantizados por deuda de agencias federales, por pasivos garantizados con deuda hipotecaria, *mortgage-backed securities* emitidos por agencias federales, y con pasivos garantizados por deuda hipotecaria rankeados AAA/Aaa emitidos por terceros.

Manifiesta el señor Gerente que esta operación de corto plazo con grandes bancos y con las garantías mencionadas, sólo sería equivalente a una "compra de cartera mala" si la probabilidad de devolución de dichos préstamos al cabo de 28 días fuese igual a 1 menos el descuento de mercado de la hipotética cartera mala. En su opinión, esto parece improbable en el caso de la mayoría de los bancos que tomarán dichos préstamos de papeles por parte de la Reserva Federal.

Por otra parte, el Gerente de Investigación Económica señala que las novedades verificadas en el mes que ha transcurrido desde la Reunión de Política Monetaria de febrero de 2008, han sido intensas y se concentran en eventos que tienen implicancias negativas para nuestras proyecciones de producto e inflación para los siguientes dos años. Por el lado inflacionario, indica que solo destaca un componente no anticipado en la inflación de febrero, que ha llevado a una corrección moderada hacia arriba en las proyecciones de inflación para el corto plazo. En dirección opuesta y con significativas implicancias deflacionarias de mediano plazo, se ha conjugado una severa intensificación de la crisis *subprime*, una corrección hacia abajo moderada en el crecimiento mundial, una apreciación intensa y no anticipada del peso chileno, tanto bilateral como multilateral, y un crecimiento doméstico más débil de lo anticipado. Finalmente, y a la luz de estos antecedentes, el Gerente de Investigación Económica señor Klaus Schmidt-Hebbel recomienda mantener la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán De Ramón señala que la decisión para esta reunión se centra principalmente, en cuál nivel de Tasa de Política Monetaria es donde el Banco Central debiera terminar su ciclo de ajuste monetario: en el nivel actual de 6,25 puntos base o 6,50 puntos base. Menciona el señor De Ramón que la Gerencia

de División Estudios ha indicado que a pesar de considerar la significativa apreciación cambiaria reciente y también el ajuste que se espera en el impuesto específico a la gasolina, durante los próximos seis meses se tendrán dos décimas más de inflación que lo estimado previamente. Agrega que si bien este aumento esperado puede ser mayor o menor que 0,2%, las noticias que se han recibido en los últimos treinta días, ya sea por datos duros o efectivos, como por ejemplo los del INE o de las noticias de prensa, para los próximos dos o tres meses hay un sesgo inflacionario más bien alcista que bajista. Agrega el señor De Ramón que en un escenario mayor a seis meses, el efecto de la apreciación cambiaria podría llevar la inflación mucho más abajo, a cerca de dos puntos como lo mencionó la Gerencia de División Estudios, pero indica que ello depende de la persistencia de esta apreciación la que aún es difícil de determinar y cuantificar. Asimismo, el señor De Ramón señala que no se sabe cuánto tiempo más va a durar este escenario.

Indica el Gerente de División señor Beltrán De Ramón, que dado lo anterior se inclina, con algunas dudas, por recomendarle al Consejo subir la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos y situarla en 6,50%. Adicionalmente, agrega que se podría argumentar que es mejor mantener en 6,25 puntos base a la espera del dato de inflación de marzo, en la eventualidad que fuera más bajo que lo presupuestado y menor al esperado por el mercado. Sin embargo, menciona que a este escenario le asigna una probabilidad baja por las razones anteriormente expuestas, y dado que la apreciación cambiaria aún no tendrá efecto importante en el registro mensual de los próximos meses. Señala el señor Beltrán De Ramón que hay que tener presente el problema de qué hacer con el sesgo de esta Reunión: mantenerlo o eliminarlo. Por otro lado, indica que hay una razón táctica para subir la Tasa ahora y no esperar, ya que mientras más tiempo pase los menores datos de actividad que se esperan hacia delante y junto a ello, los registros de inflación que aún siguen en alto entre 8% y 9%, según indica la Gerencia de División Estudios, harán más difícil subir la Tasa de Política Monetaria en las próximas reuniones. Por lo anterior, el señor De Ramón concluye que tal vez esta es la última oportunidad.

Finalmente y concordante con lo anterior, el Gerente de División Operaciones Financieras estima que junto al alza que se recomienda, se debería remover el sesgo y dejarlo data dependiente, de manera de ir moviéndonos a una situación neutral. Ello haría que las expectativas de aumento de tasa se disipen, la curva se aplane o invierta, y el efecto adicional por diferencial de tasas en el tipo de cambio será casi nulo, si se considera que el efecto del tipo de cambio no es la próxima Tasa de Política Monetaria sino la acumulación de las Tasas de Política Monetaria hacia delante. Por último, el Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán De Ramón indica que dicho esto, en los próximos meses se tendrán inflaciones altas con registros entre 8% y 9% entre abril y junio, pero que con este movimiento táctico se sabrá que el Banco ya hizo la tarea.

El señor Presidente ofrece la palabra al Gerente de División Política Financiera, señor Kevin Cowan.

El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan, propone una mantención de la Tasa de Política Monetaria en 6,25 puntos base por tres motivos. En primer lugar, menciona que de acuerdo a las noticias que se han recibido en relación a la demanda agregada, éstas son el continuo ligamiento en los niveles de actividad de nuestros principales socios comerciales. Agrega que esto tiene o tendrá un efecto rezagado sobre la actividad chilena y por lo tanto, se materializará en los semestres venideros por el continuo deterioro de las perspectivas de actividad con los principales socios comerciales y por la apreciación cambiaria no anticipada que uno esperaría que fuera contractiva para una economía abierta y no indexada al dólar como la chilena.

En segundo lugar, señala el señor Cowan que otro motivo que se debe destacar es la persistencia de los problemas en los mercados financieros, y los intermediarios financieros en los Estados Unidos de América.

En tercer lugar, menciona el señor Cowan que los efectos y eventos de una apreciación no anticipada del peso sobre la inflación, incluso en un escenario donde algo más de un tercio de esta apreciación, se pueda revertir en un corto plazo.

Finalmente el Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan señala su intención de enfatizar en relación a las expectativas inflacionarias. Indica que en relación a lo anterior, hay un efecto cualitativamente importante, pero que también hay un efecto cuantitativamente importante de los *payments* por la incertidumbre inflacionaria sobre las compensaciones inflacionarias, lo que hace trascendental mirarlas con mucha detención, en especial la de más largo plazo. Agrega que esto debe analizarse en un contexto donde es muy fácil argumentar que la incertidumbre sobre la inflación y por lo tanto, las compensaciones por riesgo, han estado al alza.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que lamenta haber hecho perder tanto el tiempo en la mañana, oportunidad en que se discutió si había o no crisis financiera. Para ello, el señor Consejero indica que se debe definir una línea que una vez que se cruza uno puede decir que estamos ante un evento mayor. Agrega que su única intención fue decir que esa línea se puede dibujar en varios puntos, pero que finalmente se terminó discutiendo sobre la forma en que lo quise ejemplificar. Concluye señalando que todo ha sido una pérdida de tiempo.

El señor Presidente ofrece la palabra al Subgerente General, señor Leonardo Hernández.

El Subgerente General señor Leonardo Hernández, señala que si se analiza la lógica que se dio en los meses anteriores cuando el Consejo decidió mantener la tasa, y si se analiza lo que ha evolucionado la economía, se podría concluir que estos elementos llevan a mantener la Tasa de Política Monetaria en este momento y no aventurarse por un cambio. Manifiesta el señor Hernández que la incertidumbre ha crecido, el tipo de cambio se ha apreciado aún más, y señala que como lo mencionó en la Reunión de la mañana el Consejero señor Marfán, la sensación de crisis es algo ha ido en aumento. Menciona el señor Hernández que se está entrando en un proceso de crisis, producto de una secuencia bastante más rápida. Por ello, la misma lógica indica que lo más prudente sería mantener la Tasa de Política Monetaria en un escenario que en cualquier momento se puede dar vuelta en otra dirección.

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

El Ministro de Hacienda señor a Andrés Velasco indica que sus comentarios los va a dividir entre los que tienen que ver con la estrategia de más largo plazo y los que se refieren a tácticas y comunicaciones de más corto plazo. En cuanto a la estrategia de fondo, señala que desde hace meses tiene la convicción que buena parte del recrudecimiento de la inflación en Chile es un fenómeno de oferta, y que por lo tanto, requiere de una reacción medida de la Política Monetaria. Agrega que nada de lo que ha ocurrido en los últimos treinta días le hace variar esa convicción, sino que al contrario. Señala que tomando en cuenta alguno

de los antecedentes que se dieron en la Reunión de la mañana, se observa por ejemplo, que el comportamiento de los salarios más allá de lo que se esperaría dado el alto grado de indexación en Chile, no parece inusual, y si además se rige por lo que está pasando con los costos unitarios y por el peculiar comportamiento del empleo, con mayor razón se debe concluir lo anteriormente expuesto.

El Ministro de Hacienda señor Velasco, hace presente que las novedades van en otra dirección. Indica que en el plano internacional, las noticias son casi todas malas y en el plano nacional en cuanto a actividad, las noticias son casi todas de una menor agilidad, y agrega que sumado a esto, hay una apreciación imprevista mayor de lo que nadie en algún momento tuvo en el radar de lo plausible y que va a tener consecuencias desinflacionarias.

Agrega el señor Ministro que por lo anteriormente expuesto sugiere la mantención de la Tasa de Política Monetaria.

En cuanto a las consideraciones tácticas y comunicacionales, señala que existe una alta probabilidad que la tasa mensual de inflación en marzo sea alta, e indica que quizás sea maquinalmente menor a lo que el mercado hoy en día anticipa o a lo mejor no. Por otro lado, agrega que las consecuencias de una tasa de inflación mensual que ronde o quizás exceda del 1% no se puede menospreciar y que claramente tras esa cifra sería difícil explicar que el Banco Central de Chile no actúe. Por lo tanto, y casi con certeza, hace presente que un incremento de la tasa de política monetaria hoy habría que sumarla a un incremento adicional el próximo mes. Adicionalmente, agrega que si esta situación se plantea en forma más apacible, va a ser difícil explicar las circunstancias, y señala que una acción de otro tipo y por lo tanto, las consideraciones tácticas lo llevan a reforzar su juicio inicial de que es oportuno mantener la Tasa de Política Monetaria porque deja abierto el espacio de si en reacción a una inflación inesperadamente alta en el mes de marzo, pudiese si así lo estima conveniente y apropiado el Consejo del Banco Central de Chile, incrementar, en ese momento, la Tasa de Política Monetaria.

Finalmente, señala el señor Ministro que la decisión más difícil no pasa por una consideración respecto a la Tasa de Política Monetaria sino que respecto al sesgo. Agrega que respecto a este último se han dado argumentos en ambas direcciones, e indica que no tiene una convicción. En su opinión, es difícil establecer un argumento carente de ambigüedades en una dirección u otra, y agrega que mantener el sesgo hacia arriba haría más comprensiva o menos traumática un alza si ésta eventualmente ocurriera en treinta o sesenta días.

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

El Consejero señor Sebastián Claro agradece a la Gerencia de División Estudios por su análisis.

Señala el señor Claro que las principales novedades del mes son tres: a) una significativa alza del precio del petróleo, alimentos y otros *commodities* y una percepción más o menos generalizada que este es un fenómeno prolongado; b) una apreciación muy grande del peso respecto del dólar; y, c) niveles de actividad domésticos algo más bajos de lo esperado y una nueva caída en las proyecciones de crecimiento para Estados Unidos de América asociados con la crisis del sistema financiero.

Indica el señor Consejero que, por una parte, los *shocks* de precios internacionales han sido altos y las expectativas que se disipen en el corto plazo parecen ser bajas. Como se ha observado, lo anterior tiene implicancias de primer orden y justificadas sobre la inflación y sus expectativas de corto y mediano plazo. Agrega que algo similar ocurre con los efectos de la sequía y la restricción energética.

Comenta asimismo, que la corrección de las expectativas al alza mantienen bajas las tasas reales de corto plazo, lo que sumado a una caída en las tasas largas como respuesta a los acontecimientos internacionales, limita en parte la efectividad de los últimos ajustes de política monetaria. En su opinión, señala que lo anterior es relevante debido a que los ajustes de política monetaria no solo tendrán consecuencia vía afectar las expectativas de inflación en el mediano plazo, sino también en evitar una expansión excesiva de la demanda interna. Agrega que los *shocks* de oferta enfrentados, la persistencia esperada de éstos y las tasas de crecimiento de la demanda interna, sugieren que no hay espacio para relajar la política monetaria.

Señala el Consejero señor Claro que, sin embargo, las otras dos novedades correspondientes a la apreciación del peso y el debilitamiento en Estados Unidos de América, apuntan en la dirección contraria. Indica que el menor dinamismo en la actividad doméstica no parece deberse a una débil demanda domestica. No obstante, señala que es razonable pensar que la menor actividad en Estados Unidos de América repercutirá en Europa y, por lo tanto, en Chile en algún minuto, aunque no hay indicios de ello. Por otro lado, hasta ahora, las revisiones a la baja en el crecimiento 2008/2009 para los países desarrollados, siendo relevantes, parecen acotadas, aunque con un nivel de incertidumbre importante. Respecto de los efectos sobre inflación de la apreciación cambiaria, manifiesta el señor Consejero que hay dos consideraciones a tener en cuenta. Por un lado, parte de la apreciación podría estar compensando alzas en los precios internacionales, por lo que el efecto desinflacionario podría ser menor al discutido en la Reunión de la mañana y por otro lado, aún en el caso en que el menor tipo de cambio nominal pueda ser totalmente traspasado a menores precios internos de bienes transables, el efecto es acotado. Indica que por ahora, a falta de un análisis con más profundidad, piensa que la incertidumbre sobre este mecanismo es lo suficientemente grande como para determinar la decisión de política.

Manifiesta el Consejero señor Claro que considera que el riesgo de hacer descansar la caída en la inflación y el anclaje de las expectativas en la desaceleración de Estados Unidos de América o en el ajuste cambiario es a estas alturas alto, especialmente en un contexto como el actual, con tasas de inflación tan elevadas y donde la credibilidad del Banco Central de Chile está a prueba.

En consecuencia, el Consejero señor Sebastián Claro vota por subir la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base, e indica que respecto al sesgo, se manifiesta partidario de eliminarlo en la medida que la Tasa de Política Monetaria se ajuste a 6,50%. Si ese fuera el caso, cree que es fundamental recalcar que los meses de marzo y abril tendrán altos registros de inflación, por lo que esta decisión no debiera verse afectada por esas noticias, salvo por sorpresas desagradables. Indica que la eliminación del sesgo la justifica principalmente para hacer un análisis más detallado de la evolución del tipo de cambio. Finalmente, señala que le parece excesivamente riesgoso mantener la tasa y eliminar el sesgo, ya que no cree que exista una mejor perspectiva inflacionaria que la que teníamos hace un mes, y que el costo en credibilidad de equivocarse, anunciando una política monetaria más laxa, puede ser mayor que las ganancias esperadas de ello.

El Consejero señor Enrique Marshall agradece al *staff* el material preparado para esta ocasión.

Señala el señor Consejero que los antecedentes del último mes, lejos de clarificar las cosas, han tornado aún más complejo el escenario macro que enfrentamos. En el frente externo, los signos de deterioro se siguen acumulando, pero lo más relevante es que la incertidumbre y los riesgos han aumentado. Manifiesta que la economía norteamericana se ajusta en forma significativa, en tanto Europa y Japón se muestran más débiles. Los problemas de liquidez, después de algún respiro, vuelven a intensificarse, lo que se refleja en una nueva ampliación de márgenes en los mercados monetarios. Agrega el señor Consejero que los Bancos Centrales han dispuesto recientemente nuevas medidas para aliviar la situación. En los mercados de crédito, los *spreads* se han ampliado en forma bastante generalizada y algunos de ellos han alcanzado niveles record. Señala que a la preocupación por los bancos se ha sumado la preocupación por las compañías de seguro. En este escenario, los bonos gubernamentales han vuelto a mostrar caídas en sus índices de rendimiento. Las perspectivas para la política monetaria apuntan a nuevos recortes en Estados Unidos de América y a movimientos en la misma dirección, pero algo rezagados, en Europa. Congruente con todo ello, el dólar ha continuado depreciándose.

No obstante lo anterior, señala el Consejero señor Marshall que los *commodities* han retomado una fuerte tendencia alcista. El petróleo y el cobre han alcanzado niveles record. Con ello, la preocupación por la inflación se ha intensificado en forma bastante generalizada y se plantea en estos momentos como un problema global.

Comenta que los riesgos de un deterioro más intenso y/o más prolongado del previsto han aumentado. Indica el señor Consejero Enrique Marshall que especial preocupación despierta la persistencia de condiciones financieras adversas sobre la actividad real y la composición de efectos financieros y reales sobre las instituciones financieras y la provisión de crédito para la economía real.

Finalmente, señala el Consejero que por el momento los ajustes reales y financieros en el mundo desarrollado han tocado en forma parcial y moderada a las economías emergentes.

Comenta el Consejero señor Marshall que en el frente interno, la preocupación se centra en la alta inflación, cuya trayectoria futura se ha tornado más incierta y en la significativa apreciación del peso. Indica que este es un cuadro que se repite en numerosas economías emergentes. Los mercados monetario y crediticio no presentan mayores novedades. Las señales de ajuste que se observaban en el mercado del crédito bancario se han moderado. Las tasas largas en pesos suben, mientras las tasas en UF bajan. Ello responde a reacciones frente a noticias de actividad y la inflación, pero también a mayor volatilidad y a percepciones de mayor riesgo.

Por su parte, indica el señor Consejero que en lo que constituye la principal noticia del mes, el peso se volvió a apreciar, aumentando la desviación respecto de valores congruentes con sus fundamentos de largo plazo. Señala que de persistir este cuadro, tendría efectos sobre la trayectoria de la actividad y muy especialmente, sobre la trayectoria de la inflación, los que deben ser monitoreados y procesados con atención para efectos de nuestras decisiones.

Comenta el Consejero señor Marshall que la demanda interna mantiene su dinamismo. Las importaciones muestran especial vigor, en particular las de bienes de capital.

La actividad interna, en tanto, se desacelera, incluso algo más de lo previsto a principios de año, en buena medida por factores de oferta.

Por otro lado, en lo más reciente, el empleo repunta nuevamente, pero las tasas de desempleo no se modifican debido a que se mantiene un importante crecimiento de la fuerza de trabajo. Indica el señor Consejero que los salarios observan un ritmo de crecimiento que sigue siendo congruente con el nivel de la inflación y los mecanismos de indexación habituales.

Agrega que la inflación del último mes sorprendió al alza en algunas décimas, reforzando la preocupación por su trayectoria futura, la que se ha visto alimentada adicionalmente por la evolución reciente de los precios de los *commodities*, en particular del petróleo y por los efectos de una sequía que podría extenderse en el tiempo. Señala el Consejero señor Marshall que las proyecciones de inflación para los próximos meses se han ajustado al alza, pero la incertidumbre asociada es alta.

Manifiesta que congruente con lo anterior, las expectativas de inflación según las distintas fuentes han aumentado. Sin embargo, éstas siguen siendo congruentes con la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de política.

En cuanto a las expectativas para la Tasa de Política Monetaria, indica que se ha vuelto a un cuadro similar al del último *IPoM*, en el que se contemplaban entre cero y dos alzas adicionales, que luego se revertían. En este contexto, señala que coincide con la Minuta de la Gerencia de División Estudios en el sentido que las opciones razonables son mantener la tasa en su actual nivel o subirla en 25 puntos base, y le parece que la decisión resulta bastante difícil.

Al respecto, señala que descarta, por de pronto, la opción de bajar la tasa porque la inflación sigue siendo muy alta y, en estas circunstancias, una relajación de la Política Monetaria tendría efectos adversos sobre la formación de expectativas y aumentaría los riesgos de propagación.

Señala el Consejero señor Marshall que se puede argumentar que un alza de 25 puntos base tendría efectos positivos sobre las expectativas y con ello reforzaría la convergencia inflacionaria y que también se puede sostener que ello permitiría adelantar el cierre del actual ciclo de tasas lo que aportaría certidumbre al mercado. Sin embargo, estima que un alza conlleva riesgos altos considerando la evolución del escenario externo. Considera, al mismo tiempo, que existen fuerzas en operación que apoyan la convergencia inflacionaria en el horizonte de política. Agrega que le parece que un alza, en esta oportunidad, no permitiría cerrar el actual ciclo de tasas, dada la incertidumbre prevaleciente. Por otro lado, la Tasa de Política Monetaria no presenta actualmente una desviación significativa o apreciable respecto de su nivel normal, lo que sugiere actuar con prudencia.

Finalmente, el Consejero señor Marshall señala que las expectativas de mercado para esta Reunión se encuentran bastante divididas, lo que es bastante inusual, pero explicable, considerando el cuadro que se enfrenta, de manera que la decisión de mantener la Tasa de Política Monetaria no debería sorprender en forma exagerada al mercado.

Por todo ello, el Consejero señor Marshall señala que su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria en 6,25%., sin desconocer que esta decisión conlleva también riesgos, los que le parece que son menores a los de la opción alternativa. Indica que en un escenario de alta incertidumbre, su preferencia es por esperar y acumular más antecedentes antes de decidir un nuevo movimiento en la Tasa de Política Monetaria.

En cuanto al Comunicado, señala que éste debería mantener un sesgo relativamente similar al entregado en la última Reunión, con una referencia más explícita al eventual efecto que tendría la persistencia en la apreciación del peso observada en el último tiempo para la política monetaria

El Consejero señor Manuel Marfán agradece el análisis del *staff* que en esta ocasión de mayor dificultad para interpretar la coyuntura, ha estado particularmente esclarecedor. Destaca especialmente la Minuta de Opciones que de manera breve ha abordado temas de profundidad y hace suyas la lista de las principales noticias contenidas en esa Minuta para no alargar este voto.

Indica que en ocasiones anteriores ha hecho referencia al elevado nivel de las compensaciones inflacionarias que se desprenden de los precios de los activos, y señala que el propio staff ha elaborado Minutas internas que muestran que se trata de un fenómeno generalizado en muchas otras economías y que en nuestro caso hay un componente de prima de riesgo que se ha elevado y que, por lo tanto, no hay una evidencia clara de desanclaje de expectativas. Manifiesta que un indicador más confiable en las actuales circunstancias es la Encuesta de Expectativas Económicas que muestra un aumento en las proyecciones de inflación que es considerablemente inferior al que está contenido en las compensaciones inflacionarias.

Respecto del tipo de cambio, el Consejero señor Manuel Marfán destaca dos factores. Primero, que la apreciación del peso de los últimos meses no se explica por la mayor inflación mundial en dólares solamente y que, por lo tanto, la apreciación real también ha sido muy significativa. Segundo, que la apreciación de los últimos meses no se explica por un cambio en los fundamentales que determinan su equilibrio. Por lo tanto, en su opinión, sí se justifica lo que ha señalado en los dos últimas Reuniones, en cuanto a que el tipo de cambio real se encuentra por debajo, es decir más apreciado del rango que el Banco Central de Chile considera el equilibrio fundamental; que ese desalineamiento cambiario se ha profundizado; y, que los supuestos de convergencia que usualmente se imponen en nuestros modelos no se están dando. El Consejero señor Marfán agrega a su planteamiento que las políticas de estabilización cuando coinciden con desalineamientos cambiarios pronunciados no han tenido efecto permanente, ni en Chile ni en otras economías y que profundizar el efecto estabilizador a costa de exacerbar otros desequilibrios macroeconómicos está fuera de cualquier modelo racional que conozca.

Comenta el señor Consejero Marfán que el papel de la política monetaria es acercar la economía lo más rápidamente posible a su equilibrio estacionario, donde una inflación igual a la meta forma parte de este equilibrio, pero acercar la inflación a su nivel meta a costa de alejar alguna otra variable de su equilibrio estacionario es inconsistente, a su juicio, con nuestra misión institucional.

Indica que la actual coyuntura exige combinar una política monetaria estabilizadora con intervención en el mercado cambiario, es decir, un esfuerzo que nos acerque al equilibrio estacionario en todas sus variables fundamentales. Reconoce el Consejero señor Marfán que esta mezcla de política es altamente debatible, tanto teórica como empíricamente, y que en su argumento el peso de la prueba recae en él. Señala que se trata de una tarea que está realizando, de la cual está convencido, pero donde está pendiente aún convencer a sus colegas del Consejo y del *staff*, cosa que espera hacer en los próximos días.

En opinión del Consejero señor Manuel Marfán, hay que elevar la tasa de política monetaria en conjunto con una intervención cambiaria y que en ausencia de esta última, no corresponde elevar la tasa de política monetaria en esta Reunión.

Por las razones ya expuestas, indica que lo anterior no significa renunciar a nuestra misión antiinflacionaria. Agrega que el esfuerzo antiinflacionario debe hacerse de manera duradera, sin exacerbar otros desequilibrios peligrosos. Manifiesta que el atraso cambiario no es una forma legítima, en el sentido de duradera, de lograr una meta que hemos definido de manera permanente, ya que hay amplia evidencia que los desalineamientos cambiarios se corrigen con brusquedad. Indica que tampoco está señalando que elevar la tasa de política hoy hará más controlable la inflación a futuro, solo por su efecto cambiario. Por el contrario, señala que lo que está diciendo es que ese aumento exacerbaría un desequilibrio que existe y que ya es grave.

Finalmente, señala el Consejero señor Marfán que respecto del sesgo, hay que mantenerlo por simple coherencia con su propio argumento, y agrega que si cree debe hacerse una intervención cambiaria, desconocer ese sesgo sería una pura y simple manipulación.

En consecuencia, el Consejero señor Manuel Marfán vota por mantener la tasa de política monetaria en su nivel actual, manteniendo el sesgo al alza en el Comunicado.

Luego de la votación del Consejero señor Manuel Marfán, el Presidente señor José De Gregorio señala que, para los efectos del Acta, debe precisarse que el Banco Central de Chile no tiene un rango de tipo de cambio de equilibrio, sino que es un supuesto de trabajo de hacia donde va a converger un tipo de cambio de equilibrio coherente con sus fundamentales de largo plazo. Agrega que tampoco es un *statement* sobre el equilibrio de corto plazo, y manifiesta que esta precisión es necesaria, ya que cuando se publique la Minuta se pueden generar confusiones y no cree que sea el tema.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que esta aclaración le parece absolutamente pertinente y que debe ser redactada en la forma como normalmente se comunica en el *IPoM*, ya que al tener un impacto comunicacional no quiere ser inconsistente con lo que se ha comunicado en el *IPoM*.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux agradece el trabajo realizado por el *staff* en la preparación de los antecedentes para esta Reunión. Manifiesta que la decisión de hoy se encuentra, como en pocas ocasiones, rodeada de un alto grado de incertidumbre, tanto sobre los desarrollos externos como internos, y por ello es particularmente compleja.

Indica que en el plano externo, los antecedentes disponibles muestran que el debilitamiento de la actividad en los Estados Unidos de América se ha acentuado y que la probabilidad de una recesión es muy alta. Agrega que le parece más inquietante la percepción que su sistema financiero estaría siendo afectado en su capacidad para otorgar créditos, y que pese a una agresiva reacción de la Reserva Federal, algunos segmentos del mercado de capitales comienzan a evidenciar situaciones de mayor riego, las que podrían derivar en insolvencia. Agrega que también se observan señales de debilitamiento en otras economías desarrolladas, y que mientras el mundo emergente aparece hasta ahora relativamente aislado de esta crisis y se beneficia de los elevados precios de los *commodities*, no cabe duda que una desaceleración del mundo desarrollado, especialmente si ello va acompañado de un deterioro

significativo del sistema financiero, afectará tarde o temprano al mundo emergente y a los precios de las materias primas.

Señala el Vicepresidente señor Desormeaux que en el plano interno la incertidumbre también es significativa. Se consolida un panorama de actividad inferior al previsto en el *IPoM*, tal como se consideró en la Reunión de Política Monetaria pasada y que las perspectivas futuras contemplan, a su vez, un menor crecimiento debido a los efectos de la sequía en la agricultura y en la generación eléctrica.

Indica que la demanda interna en el primer trimestre mantiene e incluso acrecienta su dinamismo, lo que se explica esencialmente por el comportamiento de la inversión. Por otro lado, después de una inflación inferior a la proyectada en el mes de enero, el IPC sorprendió con una inflación superior a la proyectada en el mes pasado, que llevó a una fuerte corrección en las medidas de compensación inflacionaria y las tasas de política monetaria esperadas para el futuro. Señala que hoy el mercado vuelve a proyectar entre 0 y 2 aumentos adicionales de la Tasa de Política Monetaria, lo que es un incremento adicional al esperado hace un mes.

El señor Vicepresidente señala que también resulta inquietante el hecho que del análisis de la sorpresa inflacionaria de febrero, se concluye que cabe esperar más inflación de alimentos y de la inflación total en el corto plazo. Señala que si estos antecedentes apuntan hacia una mayor persistencia de la inflación en el corto plazo, la sustancial apreciación del peso desde diciembre pasado y que se acentuó en las últimas semanas, apunta en la dirección contraria. Lo mismo sucede con la debilidad de la economía global.

Comenta que la decisión de hoy depende entonces de nuestra evaluación acerca de la persistencia de las fuerzas que impulsan la inflación, por una parte hacia arriba y aquéllas que la impulsan hacia abajo. Agrega que un rol importante juegan también las expectativas de inflación del mercado, las que se han incrementado significativamente en las últimas semanas. Lamentablemente, la información proveniente de los precios de los activos financieros contiene premios por riesgo que reducen su valor informativo.

Señala el Vicepresidente señor Desormeaux que dada la importante incertidumbre que rodea todos estos factores, la decisión de esta Reunión no es fácil. Si los factores internos y externos que impulsan la inflación futura, incluyendo la sequía, resultan más persistentes de lo estimado y ello se traduce en mayores precios de alimentos, darían base para las mayores expectativas de inflación privada que sugieren hoy los precios de los activos financieros.

En un escenario menos pesimista en materia de precios de alimentos y, suponiendo una mayor persistencia de la apreciación cambiaria, el panorama inflacionario podría ser más benigno y contemplar incluso una convergencia más temprana de la inflación a la meta que la prevista en el *IPoM* de enero.

Concuerda el señor Vicepresidente con la Gerencia de División Estudios en que la decisión de hoy debe considerar dos opciones. Mantener la tasa de política monetaria o aumentarla en 25 puntos base. Sin embargo, un análisis más completo, como se sugiere, que tome en cuenta el impacto comunicacional de nuestra decisión, debe incluir también una decisión respecto al sesgo en nuestro Comunicado.

Para la Gerencia de División Estudios la mantención de la tasa y la presentación del sesgo restrictivo en el Comunicado sería comunicacionalmente equivalente a un aumento de la tasa de política monetaria acompañado de la eliminación del sesgo. En su opinión, la

mantención del sesgo probablemente tenga un efecto mayor sobre la tasa de política proyectada por el sector privado a futuro que un aumento de 25 puntos base en esta Reunión. En su opinión, ello significaría que el diferencial de tasas de interés proyectado a futuro sería mayor, y si aceptamos que el tipo de cambio ha experimentado una sobrerreacción, esta señal podría acentuarla.

Por todo lo expuesto, el Vicepresidente señor Jorge Desormeaux manifiesta que su preferencia es por aumentar la tasa de política monetaria en 25 puntos base y eliminar el sesgo del Comunicado. Sin embargo, previene que en caso de darse una mayoría relativa en favor de la fórmula alternativa de mantención de la tasa acompañada de la mantención del sesgo, está disponible para sumarme a ella. En cambio, señala que no le parece viable la alternativa de mantener la tasa y eliminar el sesgo, ya que no sería consistente con el actual panorama inflacionario.

El Presidente señor José De Gregorio señala que las noticias internacionales son muy adversas. A la crisis financiera internacional que tiene consecuencias directas a través de una severa desaceleración en los Estados Unidos de América, se han sumado importantes alzas en los precios de *commodities*, en particular el petróleo y los alimentos. Agrega que el ambiente es negativo y altamente incierto. En su opinión, no se conoce aún, con algún grado razonable de certeza, la extensión de la crisis y su impacto en las economías industriales, así como sus repercusiones sobre el resto del mundo. Las perspectivas de los precios de los *commodities* son aún muy inciertas, por cuanto una fuerte demanda de componente aparentemente financiero ha empujado sus precios al alza, pero la debilidad internacional debería ejercer presiones a la baja. En resumen, un negativo escenario externo de precios, actividad y turbulencias financieras se complica con la muy elevada incertidumbre.

Indica el Presidente que en el ámbito interno también se han acumulado importantes noticias que alejan crecientemente nuestro escenario central de la realidad. A las dificultades energéticas se ha sumado el *shock* de la sequía, con consecuentes sorpresas inflacionarias y de debilidad de actividad. Así, se comienza a materializar el escenario sesgado a la baja en materia de actividad que se presentó en nuestro último *IPoM*, y aunque la demanda agregada sigue vigorosa, su impacto inflacionario es menor si no afecta la brecha, lo que no ocurre, ya que el aumento de la demanda es fundamentalmente en menores exportaciones netas.

Señala que tal vez la noticia más importante del ámbito inflacionario ha sido la caída significativa del tipo de cambio, la que de persistir tendrá efectos de primer orden en la inflación. Agrega que, asimismo, de materializarse la rebaja de impuestos a las gasolinas, que se suma al aumento del fondo de estabilización de precio del petróleo, los que no estaban contemplados en nuestro escenario base del *IPoM*, deberían contribuir a la convergencia de la inflación a su meta en el horizonte de política. Por otro lado, señala el Presidente señor De Gregorio que el menor dinamismo de la actividad también debería tener un impacto sobre menores presiones inflacionarias. Por otra parte, indica que la evolución del costo de la mano de obra sigue en rangos coherentes con las cláusulas habituales de indexación, sin sugerir que haya efectos de segunda vuelta más allá de la dinámica normal. Sin embargo, precisa que la evolución de la productividad pone una señal de alerta en los costos laborales unitarios, aunque también se debe notar que el fuerte aumento de la fuerza de trabajo ha tendido a reducir la estrechez en el mercado laboral lo que contiene los aumentos de costos.

Señala el Presidente señor De Gregorio que lo anterior no significa que el panorama inflacionario haya mejorado, sino que, tal como señaló anteriormente, se han acumulado también algunas malas noticias, como es el caso del aumento del precio del

petróleo y los alimentos a nivel internacional, que se suma al efecto de la sequía. Asimismo, señala que no se puede descartar que la reciente depreciación del dólar en el mundo aumente la inflación internacional.

Por otra parte, indica que especial mención merece el aumento de las compensaciones inflacionarias, las que de estar reflejando un aumento significativo de las expectativas inflacionarias, pueden tener efectos muy negativos sobre la evolución de la inflación. Un aumento de las expectativas más allá de nuestra meta de convergencia en el horizonte de políticas, tendría efectos de retroalimentación importantes sobre la evolución futura de la inflación, requiriendo de dosis más fuertes de ajuste monetario. No obstante, señala el Presidente señor José De Gregorio que nuestros análisis, al igual que lo que se observa en muchos países del mundo, es que el efecto de primer orden sobre estas compensaciones son los aumentos de primas por riesgo como resultado de la alta incertidumbre. En consecuencia, en la medida que en este ambiente de incertidumbre aumenta la demanda por papeles denominados en UF, la compensación tiende a sobreestimar las expectativas. Por lo expuesto, indica que se debe seguir muy de cerca la evolución de todos los indicadores de expectativas de manera de asegurarnos que la credibilidad se mantenga. Para ello señala que debemos reiterar que nuestro objetivo operacional es llevar la inflación en torno a 3% en un horizonte en torno a dos años, pero también debemos tomar las decisiones de política monetaria coherentes con dicha meta. Precisa que es en este contexto de muy alta incertidumbre donde se debe tomar la decisión correspondiente a esta Reunión. En su opinión, se está en medio de las mayores turbulencias, y es razonable esperar que las noticias que se han venido acumulando se decanten para poder evaluar con mayor información la persistencia de los *shocks* recientes. Señala que en todo caso, es necesario también remarcar que en el escenario más probable habrá que volver a subir la Tasa de Política Monetaria en el futuro cercano para asegurar el cumplimiento de nuestra meta.

Por lo anterior, el Presidente señor José De Gregorio señala que su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria y mantener un sesgo al alza.

Por otra parte, el Presidente señor José De Gregorio manifiesta que quiere agregar dos cosas que han surgido en esta discusión. En primer lugar, indica que sin duda el sesgo pone presiones cambiarias de las cuales no se conoce exactamente su dimensión. Sacar el sesgo, manteniendo la tasa, sería incoherente en el escenario más probable, ya que tal como se ha discutido, el próximo mes estaríamos subiendo la tasa en el escenario más probable. En tal sentido, se pregunta por las implicancias de una decisión como la expuesta donde sacar el sesgo justo el mes previo es una muy mala señal de la claridad que tiene el Banco Central de Chile, respecto de cómo conduce su Política Monetaria.

Agrega el señor Presidente que está de acuerdo con lo planteado por el Gerente de División Operaciones Financiera señor Beltrán de Ramón cuando expresó que la pregunta tal vez sea si esto se acaba en 6,25% o se acaba en 6,50%. Al respecto, señala que, en su opinión, en el escenario más probable termina en 6,50%, pero indica también que como se mencionó anteriormente, un 6,50% hoy aunque no tengamos sesgo, pondrá una presión muy alta cuando se conozca la cifra de inflación de marzo. El empinamiento de la curva y las presiones cambiarias no van a desaparecer e incluso nos presionarán a tener que subir la tasa. Por lo expuesto, señala el señor De Gregorio que desde el punto de vista de esta evaluación, que es muy compleja, entre mantener el sesgo y mantener la tasa o seguir con el sesgo eliminado, le parece que desde el punto de vista de presión sobre la Política Monetaria, presión que tendremos que seguir observando sobre el diferencial de tasa, lo más prudente en estos momentos es mantener la tasa en 6,25 puntos base con un sesgo al alza.

A continuación, el Presidente señor José De Gregorio señala que hay tres votos por mantener la Tasa de Política Monetaria, y consulta al Vicepresidente señor Jorge Desormeaux y al Consejero señor Sebastián Claro si se suman a la votación de la mayoría de los Consejeros, en cuanto a mantener la Tasa de Política Monetaria en 6,25%. El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux señala que se suma a la mayoría antes mencionada, y el Consejero señor Sebastián Claro manifiesta que mantiene su votación consistente en subir la Tasa de Política Monetaria a 6,50%.

Una vez adoptado el Acuerdo correspondiente a la Reunión de Política Monetaria del mes de marzo de 2008, el Gerente de División Estudios señor Pablo García señala que desea hacer un comentario basado única y exclusivamente en la responsabilidad de su cargo, y que se refiere a la conveniencia que en la Minuta que se conocerá en tres semanas más, se mencione o no el tema de la intervención cambiaria. Al respecto, indica que su impresión es que dicha mención tendría un efecto comunicacional de primer orden que superaría cualquier discusión, respecto a la dirección de política o de sesgo que se ha hecho en esta Reunión. Agrega que lo anterior no se realizó en los años 2001- 2002, lo que rompería quizás un principio que se ha mantenido desde esa época, consistente en que las decisiones de intervención se hacen en otras audiencias que no es la de política monetaria. Además, el señor García indica que la referida inclusión, probablemente, quitaría incluso alguna efectividad a la eventual decisión de intervenir. Finalmente, el señor García señala que su responsabilidad es expresar su opinión, pero que la Minuta es del Consejo.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Igal Magendzo señala que desea apoyar la opinión del Gerente de División Estudios señor García, y dejar los temas de intervención para cuando sean discutidos con toda la profundidad y todo el alcance que requieren, de acuerdo a todos los principios que se han establecido o se han difundido en nuestro documento de Política Monetaria. De lo contrario, al igual que el señor Pablo García, estima conveniente para el Banco Central de Chile y para la Política Monetaria no hacer mención de la intervención en esta oportunidad.

El Consejero señor Manuel Marfán comenta que tiene la impresión evidente que no pudo efectuar su argumentación sin mencionar la palabra "intervención". Agrega que si los señores Consejeros están de acuerdo, está dispuesto a renunciar al derecho que su voto se exprese en dichos términos en la Minuta. Señala que no está negociando, sino que entiende que los efectos pueden ser contraproducentes. Indica que si cree tan firmemente en lo que ha expuesto, su derecho es que aparezca su argumentación, ya que forma parte integral de su decisión de política monetaria. Por otra parte, hace presente que si hubiera intervención, no quisiera que su referencia a dicha medida conste en la Minuta, ya que no sería justo que apareciera que la decisión fue presionada por un solo Consejero, en especial porque si los demás Consejeros no se pronunciaron, no significa que están a favor o en contra. Señala también que, sin embargo, si no ocurre una intervención, tiene el legítimo derecho a que si ello es lo que piensa, aparezca en la Minuta. El Consejero señor Manuel Marfán indica que se podrían poner de acuerdo en una redacción lo menos dañina posible, y que por último, se vote la Minuta. Sin embargo, concluye que lo que ha expuesto es lo que piensa firmemente, respecto de la decisión de Política Monetaria.

El Presidente señor José De Gregorio señala que cada Consejero tiene derecho a decir lo que le parezca prudente, y también a expresar fuera de Acta lo que estime conveniente. Indica que cada Consejero es cauto en sus decisiones y que no corresponde

que, como Consejo, decidan lo que debe decir un colega, ya que la independencia de cada uno de sus miembros es central para que haya independencia efectiva. Por lo tanto, el señor Presidente precisa que lo que espera es que una vez que se redacte la Minuta, cada uno haga los ajustes que correspondan a su exposición en esta Reunión. Agrega que cree que efectivamente el Consejero señor Manuel Marfán tiene razón al decir que como no estaba en el tema, se transforme en una discusión sobre una intervención, pero ello corresponde a lo ocurrido en esta Reunión y así debe quedar reflejado. Indica que cada uno decidirá, como se ha hecho siempre, si le parece o no corregir el espíritu de lo que se recoja en la Minuta, pero agrega que tampoco le parece que a raíz de lo que pueda aparecer en dicho documento, se vean forzados en esta instancia a discutir qué es lo que se va a hacer. Señala que se ha tomado una decisión de Consejo y que se debe avanzar, pensando en otros temas importantes de política monetaria. El Presidente señor José De Gregorio precisa que el rigor exige que cada uno se haga responsable de lo que dice y que su espíritu quede bien reflejado en el texto.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que el Consejero señor Manuel Marfán tiene total derecho a redactar su voto. Indica que su preocupación se refiere al Acta final porque en ella se refleja toda la presentación, pero que la Minuta tiende a ser un resumen, que utiliza cierta terminología, al hacer mención, por ejemplo, a lo que señalan "algunos Consejeros", o "un Consejero". Hace presente que estamos en presencia de un tema nuevo y que no tiene claro cómo resolverlo, ya que en la Minuta aparecería como "un Consejero". Agrega que lo señalado por el señor Presidente es válido y que lo suscribe plenamente. Sin embargo, en su opinión, la Minuta tiene que ser una versión algo resumida, lo que le preocupa. Indica que otro aspecto a considerar es que si en la Minuta se señala, por ejemplo, "un Consejero manifestó preocupación por a, b o c", el mercado podría leer que los otros cuatro son completamente indiferentes. Reitera que estamos frente a una situación nueva en el sentido que no sabían que se iba a hablar de este tema, y por ello, quizás, cada uno de los Consejeros podría matizar, volver a redactar lo que también desfigura lo que ya se señaló, ya que estarían arreglando el Acta para este efecto. Señala que se está en presencia de un tema que no le parece tan menor.

El Presidente señor José De Gregorio hace presente que quisiera recordar otro tema. De acuerdo con la Ley de Transparencia, el Acta con el nombre de cada uno de los que expongan en una sesión del Consejo, se haría pública en el plazo de tres o cuatro años, tiempo que parece lejano, pero que no los es tanto. Además, indica que quiere agregar que en el Acta correspondiente a esta Sesión, se incorpore la discusión ocurrida después de la votación, ya que es parte de esta Reunión de Política Monetaria. Agrega que lo señalado por el Consejero señor Enrique Marshall es muy válido, y que tiene que quedar en Acta. Indica que en cuanto a la Minuta, es cierto que genera preocupación, pero que cada uno es soberano en lo que dice. El señor Presidente concluye señalando que una vez que se redacte la Minuta, se podría hacer una Sesión Especial de Consejo si se quiere agregar algo a la discusión.

Finalmente, el Gerente Asesor de Comunicaciones señor Luis Álvarez indica que la experiencia que se ha tenido es que de la Minuta se deduzca lo que expuso un Consejero o el Banco. Agrega que quizás se podría requerir un esfuerzo para que la prensa interprete adecuadamente la información que se incluye en la Minuta.

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

120-01-080313 – Tasa de Política Monetaria.

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

Comunicado

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

En el ámbito externo, el escenario para los EE.UU. ha continuado deteriorándose, generando alta volatilidad y mayores riesgos en los mercados financieros internacionales. Los bancos centrales de los principales países desarrollados han adoptado medidas adicionales para atenuar los problemas de liquidez. Hasta ahora, las economías emergentes no se han visto mayormente afectadas, aunque el riesgo de escenarios adversos se ha incrementado. Por su parte, los precios de productos básicos han presentado aumentos significativos.

En lo interno, la última información confirma que la actividad económica del primer trimestre ha estado algo menos dinámica que lo previsto en el *Informe de Política Monetaria.* Los indicadores de inversión se mantienen dinámicos, mientras que el consumo da señales de cierta desaceleración. El desempleo se ha mantenido estable, en un contexto de significativos incrementos en el empleo.

La inflación anual se mantiene significativamente por sobre la meta. Las medidas subyacentes de inflación, incluyendo el IPCX1 (que excluye combustibles, perecibles y algunos servicios regulados), se mantienen elevadas, pero no han seguido incrementándose. Los salarios han aumentado, de acuerdo a su dinámica habitual, mientras que el peso en términos reales mostró una apreciación adicional significativa.

La inflación anual del IPC aumentará en los próximos meses, para luego descender en el curso del segundo semestre, en un contexto de mayor incertidumbre de mercado sobre los registros mensuales esperados. Esta mayor incertidumbre ha aumentado la prima por riesgo contenida en la compensación inflacionaria implícita en la valoración de activos financieros, incluso para los plazos más largos. Las expectativas de inflación de largo plazo se mantienen ancladas en torno a 3% anual.

El Consejo estima que, aunque la trayectoria futura de la TPM dependerá de la nueva información que se acumule y de sus implicancias sobre la inflación proyectada, no se puede descartar que sea necesario ajustar nuevamente la TPM, de forma de asegurar la convergencia de la inflación a la meta. De particular importancia para esto serán las implicancias para la inflación del desarrollo del escenario internacional, de la persistencia de la apreciación cambiaria real y de la eventual propagación de los *shocks* inflacionarios de meses pasados a otros precios."

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 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 ZALDÍVAR
Ministro de Fe (S)

BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA Nº 121
celebrada el 10 de abril de 2008

En Santiago de Chile, a 10 de abril de 2008, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don José De Gregorio Rebeco y con la asistencia del Vicepresidente don Jorge Desormeaux Jiménez y de los Consejeros don Manuel Marfán Lewis, don Enrique Marshall Rivera y don Sebastián Claro Edwards.

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

Asisten también:

Gerente General, don Alejandro Zurbuchen Silva;
Subgerente General, don Leonardo Hernández Tagle;
Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Ángel Nacrur Gazali;
Gerente de División Estudios, don Pablo García Silva;
Gerente de División Política Financiera, don Kevin Cowan Logan;
Gerente de División Operaciones Financieras, don Beltrán De Ramón Acevedo;
Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Análisis Macroeconómico Interino, don Claudio Soto Gamboa;
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;
Gerente de Información e Investigación Estadística, don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente Asesor de Comunicaciones, don Luis Alberto Álvarez Vallejos;
Asesor del Ministro de Hacienda, don Luis Felipe Céspedes Cifuentes;
Economista Senior, don Enrique Orellana Cifuentes;
Economista Senior, doña Erika Arraño González;
Secretario General, don Jorge Court Larenas.

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

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

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

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

4

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

4

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

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

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

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

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

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

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

4

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

El Presidente, señor José De Gregorio, suspende la Sesión a las 12:30 horas e informa que la misma se reanudará a las 16:00 horas.

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria Nº 121.

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

El Gerente de División Estudios señala que en la última Reunión de Política Monetaria, el Consejo decidió mantener la Tasa de Política Monetaria en 6,25 puntos base. Adicionalmente, señala el Gerente de División Estudios que al igual que en febrero, el Consejo estimó que no se podía descartar un ajuste adicional de la Tasa de Política Monetaria, el que dependería de la información acumulada, en particular el desarrollo del escenario internacional, las implicancias desinflacionarias de la apreciación cambiaria reciente y el grado de propagación de los *shocks* de oferta a otros precios.

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

1.- En el ámbito internacional, los indicadores reales sugieren fuertemente que Estados Unidos de América está ya, o prontamente va a entrar en recesión. La situación financiera se mantiene incierta, pero algo menos frágil que hace un mes atrás, contribuyendo a ello las medidas tomadas por los principales Bancos Centrales. Menciona que, no obstante, la persistencia de condiciones crediticias estrechas haría que la recuperación de la economía estadounidense sea más lenta de lo anticipado. Agrega, que el debilitamiento del dólar, no ha proseguido.

2.- Señala también que en el resto de las economías desarrolladas, se siguen observando en el margen signos de debilitamiento económico, mientras que las perspectivas para las economías emergentes se han ajustado algo a la baja a pesar de los elevados precios de las materias primas.

3.- Indica que en el caso de Chile, el foco de atención estuvo en el registro inflacionario de marzo, el que sorprendió con varias décimas de incremento por debajo de la expectativa de consenso. Agrega el señor García que la lectura de este registro da cuenta que la propagación de los *shocks* de oferta a otros precios no estaría siendo mayor a la histórica, y quizá menor a la supuesta en enero, pero con *shocks* adicionales de precios de alimentos perecibles y no perecibles.

4.- Indica el señor García que el peso se ha mantenido apreciado, en un contexto de elevada inflación internacional producto de los aumentos de los registros inflacionarios en buena parte del mundo.

5.- Señala el señor García que el mercado no sobrerreaccionó de manera significativa ante la sorpresa inflacionaria de marzo, por lo que las compensaciones inflacionarias, aunque algo descendieron, se mantienen elevadas. Asimismo, menciona que las medidas de expectativas de inflación no difieren mucho de las observadas hace un mes atrás.

6.- Señala también el señor García, que en términos de actividad económica, se consolida el panorama de actividad evaluado en las últimas dos Reuniones de Política Monetaria. El crecimiento en febrero estuvo por sobre lo previsto, pero no por una magnitud relevante que motive revisión de proyecciones para el corto plazo, con relación a lo considerado el mes pasado. La demanda interna, en particular la inversión, sigue creciendo a tasas elevadas.

7.- Comenta el señor García que, congruentemente con la interpretación del mercado de las implicancias de la sorpresa de marzo, las expectativas privadas para la Tasa de Política Monetaria se han reducido, volviendo a un escenario similar al de febrero con, a lo más, un alza adicional de la Tasa de Política Monetaria.

8.- Señala el señor García que dados los antecedentes acumulados desde la última Reunión de Política Monetaria, se considera que las opciones más plausibles para esta ocasión son un incremento de la Tasa de Política Monetaria de 25 puntos base o su mantención en el nivel actual. Agrega, que debido a los niveles de incertidumbre respecto de la evolución de la inflación que se mantiene para los próximos trimestres, lo que de hecho motiva la presentación de distintos escenarios de inflación, la decisión de política depende en esta ocasión de cómo se ponderen los antecedentes que informan este conjunto de proyecciones.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

4

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

121-01-080410 – Tasa de Política Monetaria.

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

Comunicado

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

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

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

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

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

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

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

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Vicepresidente

JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Presidente

ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero

MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero

SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero

ANDRÉS VELASCO BRAÑES
Ministro de Hacienda

MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe

BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA Nº 122
celebrada el 8 de mayo de 2008

En Santiago de Chile, a 8 de mayo de 2008, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don José De Gregorio Rebeco y con la asistencia del Vicepresidente don Jorge Desormeaux Jiménez y de los Consejeros don Manuel Marfán Lewis, don Enrique Marshall Rivera y don Sebastián Claro Edwards.

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

Asisten también:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

4

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria Nº 122.

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

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

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

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

1. En el ámbito internacional, aunque la información coyuntural ha sido menos negativa y ha apoyado una recuperación del dólar, los indicadores reales y financieros siguen mostrando una situación frágil en Estados Unidos de América. Las condiciones crediticias en el conjunto de las economías desarrolladas continúan especialmente estrechas, lo que llevaría a una lenta recuperación de su crecimiento.

2. Señala también que el precio del petróleo ha tendido a aumentar en las últimas semanas, alcanzando nuevos máximos históricos, mientras el precio del cobre sigue alto. Los precios internacionales de los alimentos, en tanto, han tenido comportamientos disímiles.

3. En el caso de Chile, la inflación total estuvo en la parte inferior del rango proyectado hace un mes, aunque las tendencias subyacentes de los precios no han mostrado una desaceleración adicional.

4. Agrega el señor García que el crecimiento económico de marzo fue débil, lo que además repercute en proyecciones de actividad para el segundo trimestre menores que las previstas en Reuniones de Política Monetaria pasadas. Asimismo, indica el señor García que la interpretación de estas cifras es coherente con la desaceleración detectada del consumo privado y, a diferencia de la evaluación de meses anteriores, no solo responde a sectores de oferta.

5. Por otro lado, menciona el señor García que el peso experimentó una depreciación significativa en el último mes, del orden de 8,5%. Indica también que ello probablemente ha respondido tanto al impacto de la intervención cambiaria como a un panorama en Estados Unidos de América algo menos negativo, con la percepción de que se habría terminado el ciclo de baja de tasas por parte de la Reserva Federal.

6. Indica el señor García que las expectativas de inflación se han mantenido relativamente estables, con algo de incremento en los registros de la Encuesta de Expectativas Económicas para fines de año, pero con pequeñas reducciones en las compensaciones inflacionarias tanto de contratos *swap* como de bonos.

7. Señala asimismo el señor García, que las expectativas privadas para la Tasa de Política Monetaria sugieren que el mercado y los analistas anticipan una Tasa de Política Monetaria constante por varios meses.

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

4

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

122-01-080508 – Tasa de Política Monetaria.

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

Comunicado

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

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

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

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

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

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

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

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Vicepresidente

JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Presidente

ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero

MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero

SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero

MARIA OLIVIA RECART HERRERA
Ministro de Hacienda (S)

JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR
Ministro de Fe (S)

BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA Nº 124
celebrada el 10 de junio de 2008

En Santiago de Chile, a 10 de junio de 2008, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don José De Gregorio Rebeco y con la asistencia del Vicepresidente don Jorge Desormeaux Jiménez y de los Consejeros don Manuel Marfán Lewis, don Enrique Marshall Rivera y don Sebastián Claro Edwards.

Asisten también:

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

El Presidente señor José De Gregorio señala que asiste especialmente invitada la Economista Senior señora Andrea Tokman Ramos.

El Presidente señor José De Gregorio comunica a los asistentes que la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de diciembre próximo fue fijada para el día jueves 11 de diciembre de 2008.

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

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann informa que en el escenario internacional lo más destacado del último mes es, en primer lugar, una revisión al alza del crecimiento mundial frente a cifras de actividad principalmente de economías G3 que sorprendieron al alza. Señala que la desaceleración de Estados Unidos de América sería menos acentuada de lo previsto, aunque de todas formas, prolongada. Comenta que se

incrementan las presiones inflacionarias con sorpresas al alza especialmente en Europa e indica que los discursos de los Bancos Centrales dan cuenta de una mayor preocupación por los incrementos de precios. Menciona el señor Gerente que en línea con lo anterior, las tasas de interés de largo plazo aumentan significativamente y las expectativas de Tasa de Política Monetaria se mueven al alza con especial fuerza.

En materia de *commodities*, indica el señor Lehmann que el precio del petróleo ha aumentado alcanzando nuevos máximos, movimiento que estaría explicado por la percepción de un mercado más ajustado. Respecto al precio del cobre, señala que éste disminuye ligeramente y que factores de demanda positivos, asociados a la persistencia de importaciones relativamente altas de China y sorpresas de crecimiento de economías desarrolladas lo han sostenido. Respecto a los productos agrícolas, menciona el señor Gerente que los precios tienden a caer, especialmente en el caso del arroz, aunque aún se mantiene en niveles excepcionalmente elevados.

Respecto a los indicadores de actividad en Estados Unidos de América, comenta el señor Lehmann que sorprenden positivamente algunos indicadores, particularmente el de Ventas Minoristas y los ISM. No obstante lo anterior, se mantiene un panorama de debilidad. Señala el señor Gerente que el ISM manufacturero, si bien sorprendió al alza, se mantiene por debajo del *pivot*. Comenta que asociados al sector laboral destacan indicadores más bien negativos. Indica que la tasa de desempleo, que alcanzó niveles más allá de lo que se anticipaba y la Encuesta Confianza de Consumidores, siguen mostrando una tendencia hacia la debilidad del consumo.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta cuál es la explicación que en la tabla que se exhibe aparezca una creación de empleo de menos 60 mil con una tasa de 5,1%, si la creación de empleo real fue menos 49 mil y figura con una tasa de 5,5%.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García responde que se trata de fuentes de información distintas. Indica que una es la información del número de empleos reportados por una encuesta a establecimientos y la otra es la tasa de desempleo que reportan encuestas a hogares, similares a las que se tiene en Chile. Agrega que ambas son muy seguidas por la coyuntura, pero que no son fuente de la misma encuesta.

El Gerente de Análisis Internacional señor Lehmann menciona que una mirada un poco más detenida a los indicadores, permite apreciar que el sector inmobiliario no da signos aún de tocar fondo. Las ventas de viviendas nuevas y existentes mantienen una tendencia hacia la baja. Comenta que el precio de las viviendas también mantiene una caída y los *stocks* siguen mostrando alzas. Por lo tanto, indica que el ajuste en el mercado inmobiliario debería continuar.

Señala el señor Gerente que como ya se hacía mención, los indicadores referidos al mercado laboral son más bien negativos. El dato sobre Creación de Empleo indica que la tendencia es claramente negativa, ya que ha habido un deterioro del empleo durante los últimos tres meses. Agrega el señor Lehmann que las encuestas muestran que la dificultad para encontrar empleo ha continuado aumentando, dato que se recoge a partir del Indicador de Confianza de Consumidores del *Conference Board*. La tasa de desempleo ha seguido aumentando y esta situación, unida a la caída de confianza a que se hacía referencia, mantiene

el riesgo de desaceleración del consumo. Agrega el señor Gerente que la Encuesta de Confianza de la Universidad de Michigan y el consumo personal, que han mostrado históricamente una alta correlación, deberían mostrar también una desaceleración hacia los próximos trimestres.

Respecto a Europa, los indicadores de actividad y las encuestas se muestran a la baja y la única excepción en ese sentido es Alemania. La encuesta IFO de Alemania y la encuesta ZEW dan cuenta de una percepción algo mejor en ese país. Sin embargo, en la economía en general, con la excepción antes indicada, las noticias han sido más bien negativas. La Confianza de Consumidores y la producción industrial se observan negativas, panorama que da cuenta de una desaceleración hacia adelante para la Zona Euro. Indica el señor Lehmann que el crecimiento del primer trimestre fue más allá de lo esperado y que su composición muestra un aporte especialmente importante en las exportaciones netas, pero que hacia adelante se anticipa una desaceleración. Lo anterior, apoyado por un indicador Euro que ha mostrado una tendencia hacia la baja, no obstante el rebote parcial en el último mes. Lo mismo ocurre con el PMI que también ha mostrado una tendencia hacia la baja durante los últimos meses.

Respecto a Japón, comenta el señor Lehmann que las noticias fueron negativas durante el mes, mostrando una debilidad más marcada que la proyectada, lo que da cuenta de un sector externo más débil. Indica que las perspectivas de los analistas, el PMI y los índices de confianza son más bien negativos. No obstante lo anterior, el PIB del primer trimestre del año fue más allá de lo que se anticipaba, destacando especialmente el aporte del sector externo. Sin embargo, señala que si se miran las exportaciones por región, se observa claramente una desaceleración, lo que contribuiría al hecho que se adelante la desaceleración en Japón. La gráfica que se exhibe muestra trayectorias que dan cuenta de cómo se han modificado las perspectivas hacia adelante y cómo han sorprendido los datos del crecimiento al alza del primer trimestre.

La gráfica muestra a Estados Unidos de América, cuya cifra fue particularmente positiva el primer trimestre. Ese hecho ha llevado a ver una trayectoria que, si bien en términos de forma es similar a la que se tenía hasta hace un mes atrás, dado los indicadores más coyunturales se observa una trayectoria algo más positiva.

En el caso de Japón, se debería ver una caída importante en el crecimiento para los segundo, tercero y cuarto trimestres, para posteriormente mostrar una suerte de recuperación.

En el caso de la Zona Euro también se debería observar una caída importante en el crecimiento para el segundo trimestre y una trayectoria algo más baja que la que se preveía en la Reunión de Política Monetaria pasada. Estas trayectorias se derivan fundamentalmente de las proyecciones de bancos de inversión y de alguna manera permiten ver cómo han cambiado las perspectivas en función de los datos coyunturales más recientes, y en función también de lo que fue el dato del primer trimestre este año.

Señala el señor Gerente que todo lo anteriormente dicho lleva a corregir el crecimiento de Estados Unidos de América en cinco décimas.

Al analizar la gráfica que exhibe, el señor Gerente señala que la columna de abril fue la que se presentó para el *IPoM* de mayo, y que ya se comienza a corregir el crecimiento de mayo, en función de lo que fue la primera cifra de crecimiento del primer trimestre. Menciona que hoy día esas cifras se están acercando más a lo que los bancos de inversión están previendo, entendiendo que probablemente hubo una corrección del Fondo Monetario Internacional, respecto de cuál podría haber sido la trayectoria del crecimiento de Estados Unidos de América. Entonces, al revisar al alza a Estados Unidos de América, el dato para la Zona Euro también se revisa al alza, fundamentalmente por el dato del primer trimestre. En general, comenta el señor Gerente, en el resto de las economías hay cambios bastante marginales y en términos netos de todas formas se tiene una corrección al alza en el crecimiento para este año y para el próximo, tal vez un poco más importante de dos décimas. Menciona por último, que nuevamente se tiene una corrección al alza para Estados Unidos de América no obstante mantener un crecimiento bastante débil y de cambios marginales en el resto de las economías.

Respecto a la inflación, señala el señor Lehmann que las tendencias inflacionarias en Estados Unidos de América muestran una ligera alza, si bien los datos de inflación *headline* han sido algo más bajos que en meses anteriores. Las tendencias inflacionarias, ya sea media podada o distribución truncada, muestran una ligera alza y de hecho la Reserva Federal ha dado cuenta de preocupaciones. Indica que el *PCE* también ha mostrado una ligera tendencia hacia la baja y el *PCE Core* perdió estabilidad, aún cuando las tendencias dan cuenta de una mayor presión.

En el caso de Europa y Japón, añade el señor Gerente que particularmente en la Zona Euro, las sorpresas han sido negativas, ya que hay mayores presiones inflacionarias y el *IPP* ha subido muy fuertemente. Señala que ayer se informó el *IPP* para Inglaterra, el que fue especialmente alto por lo que se produjo gran preocupación respecto a la inflación para toda la Zona Euro. Agrega que el *IPC* también ha mostrado una tendencia al alza, no obstante el *IPC Core* en el margen tiende a caer, las presiones inflacionarias continúan latentes, presentes, y podrían, ya sea porque el *IPP* está aumentando por las presiones que se señalaba, mostrar un *IPC* más alto los próximos meses.

El Consejero señor Manuel Marfán consulta si el *IPC Core* en la Zona Euro excluye energía y alimentos al igual que en Estados Unidos de América, a lo que el señor Lehmann responde afirmativamente.

El Presidente don José De Gregorio menciona que el efecto comparación siempre es complicado puesto que no hay una medida homogénea y todos los bancos de inversión y el Fondo Monetario Internacional ponen *IPC* e *IPC Core*, y el *IPC Core* que toman es derechamente el que indican las autoridades. Por ejemplo, comenta que en el caso del *IPC Core*, siempre que se mira y compara dicho indicador, y como el nuestro es muy cercano se obtiene poco, y si se compara con otros lados, es bajísimo, entonces, plantea el señor Presidente que habría que revisar detenidamente ese tema, además de la implicancia que tiene la forma cómo se reporta la información, ya que es la misma forma en todos lados.

Continuando con la presentación del escenario internacional, el señor Sergio Lehmann indica que en Japón la tendencia es a mayores niveles de inflación en el margen, a pesar de observarse una ligera caída por razones coyunturales, pero claramente en el caso de esta economía también se han observado mayores presiones de inflación.

Indica el señor Gerente que dando una mirada a las regiones, la inflación en general tiende a acelerarse, y especialmente importante, es la aceleración que muestra la inflación en Asia, y China por cierto es una de estas economías, pero el resto de las economías también están mostrando niveles de inflación más importantes, incluso, como ya se comentó hace una semana atrás, muchas de estas economías han tendido a sacar subsidios a combustibles, como es el caso de Tailandia, Indonesia, Malasia, lo que ha tendido a presionar los niveles de precios.

Ante una consulta del señor Presidente, el señor Lehmann señala que las variaciones presentadas son mensuales semestre móvil. Al respecto, el señor Presidente comenta que Asia 2 cae bruscamente cuando están liberando precios. En tal sentido, el señor Lehmann indica que ello explica una aceleración relativamente importante en la inflación mes a mes de Asia.

El Consejero señor Manuel Marfán indica que si se está tomando la inflación mensual de un semestre móvil, ésta se encuentra fuertemente influida por estacionalidad de comienzos de año, y que entonces no se trataría de series corregidas por estacionalidad. El Gerente señor Lehmann confirma que efectivamente estas series no están corregidas por estacionalidad y que se quiso mostrar lo que está sucediendo en el margen con las inflaciones. El señor Presidente plantea que en lugar de utilizar los términos variación mensual año móvil o semestre móvil, se hable de doce o seis meses y además agregó que el margen es mensual.

El Gerente señor Lehmann señala que acoge el punto propuesto por el señor Presidente para mostrar estos datos de la forma sugerida en lo sucesivo.

Continuando con su exposición, el señor Gerente indica que lo anterior ha llevado a expectativas de aumento que se hacen más evidentes en el caso de Europa. Comenta que en el caso de Estados Unidos de América se muestra la trayectoria de futuros que se observaba en la Reunión pasada; y la que se observa hoy día y que claramente se aprecia un movimiento hacia el alza. Señala que de acuerdo a esa curva se podría tener un aumento de cinco puntos base de aquí a octubre, y que se podría tener otro aumento más a diciembre. Comenta que se tendría cincuenta puntos base a diciembre, y otros cincuenta más durante el primer trimestre del próximo año, es decir, de aquí a marzo del 2009, cien puntos base más de Tasa de Política Monetaria en el caso de Estados Unidos de América. Agrega el señor Gerente, que en el caso de la Zona Euro el movimiento es mucho más dramático, en línea con una preocupación mucho más explícita que ha dado a conocer el Presidente del BCE, Jean-Claude Trichet. En el *PCE* se observa la curva que se apreciaba hace un mes atrás, y la curva que se observa hoy día es mucho más marcada. De hecho los agentes anticipan que de aquí a la próxima reunión de julio, habría un aumento de 25 puntos base y otro tanto durante la segunda parte del año, en línea también con la preocupación que el señor Trichet debe experimentar tras su decisión de mantención de tasa de la semana pasada. En el caso de Japón, indica el señor Lehmann que no se aprecian cambios significativos, pero que de todas maneras se anticipan movimientos al alza durante este año.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux plantea que un punto bien importante es que hay un impacto respecto de lo que suceda en Europa sobre Estados Unidos de América. Comenta que Estados Unidos de América tiene hoy día una preocupación por la inflación y las autoridades han hecho presente la inconveniencia de que el dólar se siga depreciando. Sin embargo, la verdad es que ello finalmente depende mucho de las tasas de interés, de manera que si Europa comienza a subir sus tasas de política en forma agresiva, se va a generar presión sobre el tipo de cambio en Estados Unidos de América. Habrá presión inflacionaria y los va a obligar probablemente a reaccionar un poco antes de octubre.

El Gerente señor Lehmann indica que el movimiento en paridades tras el planteamiento del *BCE* fue justamente hacia un debilitamiento del dólar, lo que está dentro de las preocupaciones que el Presidente de la FED, Ben Bernanke, planteó durante la semana pasada.

El Consejero señor Manuel Marfán comenta que el señor Bernanke anoche dijo un discurso muy particular. Al respecto, el señor Lehmann comenta que precisamente eso llevó hoy día a fortalecer el dólar. Menciona que en materia de liquidez de los mercados internacionales no hay cambios demasiado significativos y comenta que el premio *Libor Fed Fund* fue el más bajo de lo que se preveía en los futuros hace un mes atrás, pero que se mantiene un nivel de premio relativamente elevado, y que hoy día la *Tasa Libo* aumentó en torno a diez puntos base. El señor Lehmann recuerda que hubo toda una discusión respecto a la fórmula o la forma mediante la cual se iba a calcular la *Libor,* y que hace unos diez días atrás se planteó que no iba a haber cambio en la metodología. Sin embargo, la Asociación de Bancos Ingleses hoy día planteó que iban a ampliar la muestra de bancos que reportan tasas interbancarias. El sesgo a esa medida que ampliaría el número de bancos es hacia una *Libor* algo más alta, lo que llevó a un aumento en torno a diez puntos base. Por lo tanto, no sería raro observar hoy una curva que dé cuenta del premio, algo más alta de lo que se presenta graficada en esta Reunión. En el caso de Europa, la Tasa Libo es más alta de lo que se observaba hace un mes atrás, lo que probablemente esté asociado a la percepción de riesgo bancario algo más alto producto de advertencias habidas durante el último mes respecto a bancos europeos, en particular bancos ingleses.

Comenta el señor Lehmann que las tasas han tendido a aumentar en línea con lo que se ha planteado. La tasa nominal en Estados Unidos de América tendió a subir más menos 30 puntos base durante el último mes. La tasa real también ha tendido a aumentar, pero mucho menos, ya que parte del movimiento de esta tasa está asociado a la compensación inflacionaria. La compensación inflacionaria ajustada por premios, aumentó en torno a 15 puntos base durante el último mes. En el caso de Europa o Japón, también se han visto aumentos mucho más marcados, especialmente en la Zona Euro, producto de un discurso más *hawkish*. La tasa en la Zona Euro aumentó en torno a 40-50 puntos base. En Japón también hemos visto aumentos de tasa producto de mayores preocupaciones por inflación.

Respecto a paridades, indica el señor Gerente que el dólar ha mostrado bastantes fluctuaciones durante el último mes, producto de discursos que dan cuenta de una preocupación respecto a una inflación más acentuada a veces en Europa y a veces en Estados Unidos de América. En general, el dólar ha estado relativamente estable si se mira punta a punta. Una situación similar ocurre también respecto a monedas de economías emergentes.

Respecto a las Bolsas, agrega el señor Gerente que éstas también se han mantenido relativamente estables. Las Bolsas de economías emergentes se muestran con bastantes fluctuaciones, pero punta a punta se aprecia cierta estabilidad. Por su parte, las Bolsas de las economías desarrolladas han tenido una ligera tendencia hacia la baja. Respecto a los *spreads*, no hay mayores movimientos y tienden a comprimirse levemente, pero están relativamente estables. El *EMBI Global* se muestra bastante plano y el spread de *High Yield* en Estados Unidos de América, que también está bastante plano, presenta niveles claramente más elevados de lo que se observaba en el pasado.

En relación con productos básicos, indica el señor Gerente que hay una fuerte presión asociada a la inflación que proviene de los combustibles; el *CRB* de energía aumenta en 10%, en línea con el aumento del precio del petróleo; el *CRB* de alimentos está relativamente estable, marginalmente hacia la baja; granos y cereales se encuentran hacia la baja; y, los metales caen durante el último mes, el cobre en particular cae 6%. En el caso de los granos se destaca la caída en el precio del trigo y del arroz en torno a 10%.

El Vicepresidente comenta que sería interesante tener esta información respecto al mes de enero, así como un acumulado de lo que está pasando con el trigo, que ha venido cayendo durante todo el año. El Gerente señor Lehmann indica que se tiene una gráfica que muestra la trayectoria del precio del trigo y que, efectivamente, si se mira un poco más atrás, se aprecia una tendencia importante a una caída en el precio de este cereal.

El señor Presidente señala que va a realizar una pregunta que corresponde al escenario interno. Consulta la razón de que caiga en el mundo el precio del trigo y de la leche y no ocurra lo mismo en Chile.

El Consejero señor Manuel Marfán menciona que el grueso de la cosecha en el hemisferio norte es julio y agosto, por lo que piensa que probablemente haya un factor estacional detrás y no necesariamente de tendencia.

El Gerente de División Estudios, señor Pablo García señala que entre los antecedentes que envió la Ministra de Hacienda Subrogante el mes pasado, había un par de puntos referidos al trigo y al precio del pan. Uno, es que el precio del trigo que actualmente se sigue, no es el precio del trigo efectivamente de referencia para los molineros en Chile y, por lo tanto, el fuerte aumento del precio que se vio hacia marzo no se dio acá. Entonces, agrega que tampoco se debe esperar que se dé localmente la caída posterior del precio, producto que el aumento internacionalmente ha sido mucho mayor que el aumento que se ha tenido en Chile. El segundo punto que se planteaba en esa minuta es que, en buena medida, los molineros están con sus stocks completos para el primer semestre y para algunos meses del segundo semestre, a precios que ellos consideraban altos hacia principios de este año, y luego, en la medida que esa situación de stocks perdurara no habrían presiones a la baja, ni temor de lo que ocurriera afuera. Sin embargo, si en el segundo semestre se observara una situación de precio del trigo un poco más baja, se podrían esperar disminuciones del orden de 4% a 5% en el precio del pan en Chile. Esa es la evaluación que se había hecho a partir de conversaciones con los expertos del Ministerio de Agricultura.

El Consejero señor Sebastián Claro estima que puede haber otro tema involucrado como el margen de comercialización. Consulta qué porcentaje del precio final del pan y la leche es margen de comercialización.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto responde que menos de la mitad, pero señala que en la Reunión de Política Monetaria pasada los márgenes del pan habían aumentado bastante. La harina representa un 25%, la energía un 10% y habría que agregar un porcentaje de salarios.

Continuando su informe, el señor Sergio Lehmann señala que la evolución que ha tenido el precio del petróleo muestra un aumento importante en los últimos días y también en el día de hoy. El crecimiento de la oferta mundial, esto es, desde enero de 2007 hasta marzo de 2008, muestra que en promedio la oferta mundial ha crecido menos de 1%, 0,8%, si se promedian los últimos quince meses, más menos. El aumento de la oferta, al menos en los últimos meses, ha provenido fundamentalmente de países de la *OPEP*, mientras que los países no *OPEP* han sorprendido a la baja en términos de su aumento de capacidad de producción.

Uno de los países que ha sorprendido porque no ha sido capaz de aumentar su producción es Rusia, que ha tenido algunas dificultades. Tampoco han aumentado su producción algunos otros países no miembros de la *OPEP*.

Por el lado del crecimiento de la demanda, explica el señor Lehmann que ésta ha crecido en torno a 1,5% aproximadamente durante este periodo y que está gatillada fundamentalmente por países no subdesarrollados, países emergentes. Si se observa qué ha sucedido desde más menos enero del 2007, la demanda de los países desarrollados ha tendido a caer, es decir, las que están detrás del crecimiento de la demanda han sido fundamentalmente economías emergentes. Estos son datos mensuales de variación en doce meses.

El Consejero señor Sebastián Claro indica que lo que se ha visto en los últimos meses es un aumento fuerte en la oferta y una disminución en la demanda.

El señor Lehmann comenta que el aumento que se observa en la oferta y que es importante, ha sido a costa de holguras de capacidad que tenía la *OPEP*. Señala que hoy día todos los indicadores dan cuenta que la capacidad de aumento de producción de la *OPEP* está prácticamente agotada. Por tanto, la posibilidad de seguir aumentando estas tasas durante los últimos tres meses que se muestran en la gráfica es prácticamente nula, versus el caso de la demanda, en que a veces hay condiciones estacionales o condiciones muy particulares en un mes, que pueden explicar estos vaivenes mes a mes. Añade el señor Gerente que lo que se tiene de registro para los últimos meses es que, en realidad, la demanda ha continuado relativamente fuerte, particularmente en los países emergentes. Entonces, hay una situación de estrechez en el mercado que a lo mejor no se aprecia en los gráficos para los últimos meses, pero que en términos de tendencia, sí es aplicable.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux señala que se podría decir que la situación de subsidio a los combustibles en muchos de estos países emergentes está comenzando a modificarse, en el sentido que se están reduciendo por su enorme impacto fiscal. Indica que por ello se va a comenzar a ver un crecimiento distinto en el consumo de los países emergentes. El Presidente señor De Gregorio agrega que esta situación se observa en los dos últimos meses, donde el consumo se frenó un poco tanto en economías subdesarrolladas como en economías emergentes.

El Gerente señor Lehmann comenta que hoy día se divulgó un informe de la Agencia de Energía que da cuenta que la demanda tiende a desacelerarse, y que de hecho, modificó hacia la baja la proyección de crecimiento para este año, pero al mismo tiempo corrige hacia la baja la proyección de oferta, y en términos de balance, el mercado sigue deficitario y se continúan consumiendo parte de los inventarios que hay acumulados. Agrega el señor Gerente, que probablemente con estas medidas más recientes tienda a ajustarse aún más la demanda y se alcance un balance hacia la segunda mitad de este año o el próximo.

Indica el señor Gerente que toda esta situación ha tendido a elevar las proyecciones, que la función de distribución está algo más abierta que la que se tenía hace un mes atrás, y que existe incertidumbre respecto a los precios del petróleo. Menciona que la media está en torno a 130 dólares el barril a diciembre del 2008, y que no se descarta que, como algunos analistas han planteado, el precio del barril llegue a 200 dólares. La probabilidad es muy baja, pero es factible, de acuerdo a la función de distribución que, como se señalaba, se deriva de las opciones de petróleo.

Respecto a los metales en general, comenta el señor Gerente que se tiene una muestra relativamente amplia. Indica que en la gráfica que se presenta, se observa que el precio del cobre es el que se ha mantenido más estable y sistemáticamente en niveles altos. Indizado a enero de 2006, igual cien. Hay otros metales que han tendido a caer, como el plomo. Por su parte, el zinc y el aluminio se han mantenido relativamente estables, y el níquel cayó también fuertemente. En el caso particular del cobre, señala el señor Gerente que existen sin duda elementos de oferta que pueden estar sosteniendo el precio en niveles altos y que ha habido sorpresas en materia de menor producción de cobre. En el caso de Chile, como se ha destacado, la demanda por parte de China se ha mantenido relativamente sólida.

Con relación a los productos básicos agrícolas, destaca el señor Gerente lo que mencionaba anteriormente el señor Presidente, es decir, que existe una tendencia importante hacia una caída del precio del trigo, que se mantuvo relativamente estable durante los últimos dos ó tres meses, pero si se mira la trayectoria más hacia el final, el precio ha tendido a caer. Por su parte, el arroz también cae fuertemente después de tener una escalada muy significativa durante la primera mitad del año. La leche ha estado relativamente estable y el maíz ha tendido a subir durante las últimas semanas.

El Presidente don José De Gregorio comenta que hay que entender un poco más la transmisión de esta información, porque el año pasado existía la sensación que había mucho alimento en el pais, fue toda la escalada de los alimentos. Hoy día, señala, la leche ha bajado brutalmente y, sin embargo, su precio interno no cae. Ahora, menciona el señor Presidente, puede que sean productos inflexibles a la baja y haya que esperar que el precio alto lo absorba la inflación, lo cual es posible, pero habría que entenderlo un poco más, porque por ejemplo, la leche ha bajado, el trigo, aunque no se trate del mismo trigo como planteaba el señor Pablo

García, y algo puede estar pasando en el caso del arroz. Entonces, agrega el señor Presidente, habría que mirar un poco más cuál es el determinante doméstico de todos estos precios, porque el último mes la sorpresa fue nuevamente alimentos, pero no la compra de alimentos en el exterior. Además, añade el señor Presidente, tampoco hay sequía, por lo que todo parece muy confuso.

Respecto al tema aludido, el Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Claudio Soto señala que va a presentar un gráfico que compara el precio internacional de la leche con el precio doméstico, y lo que se ve es que el precio internacional subió mucho más de lo que subió el precio internamente. El precio internacional de la leche todavía se ha mantenido, a raíz de una brecha positiva, por sobre el precio doméstico. En el caso del precio del arroz, también hay un aumento muy fuerte y el precio internacional subió tres veces más. Entonces, indica el señor Gerente, si bien en la punta se está devolviendo, el precio doméstico de estos productos todavía está muy por debajo del equivalente internacional. Sobre este particular, el señor Presidente consulta si habrá sorpresas respecto a que todavía se producirán más ajustes a esos precios internacionales que se encuentran altos. El Gerente señor Claudio Soto señala que en el caso del arroz doméstico, el aumento de precio fue a mitad de mes, y se está esperando por lo tanto, que para el próximo mes haya un aumento adicional en su precio. El Presidente comenta que hubo un aumento fuerte del precio, concentrado a mediados del mes, y lo que ha expresado el señor Gerente es que al parecer todavía el país está con inercia de alimentos puesto que los precios domésticos no se ajustaron debidamente. Señala el señor Presidente que se pueden observar precios internacionales cayendo con precios domésticos todavía subiendo.

Continuando con su exposición, el Gerente señor Sergio Lehmann exhibe una gráfica que muestra que los movimientos de futuros del petróleo y de la gasolina han tendido a aumentar, en línea con los movimientos en el mercado spot. Comenta que en el caso del mercado del cobre, el precio, en términos de lo proyectado, estuvo algo por debajo.

El Consejero señor Manuel Marfán indica que en el set de documentos que se les proporcionó, aparece un cuadro con la situación de subsidios a combustibles en el mundo y estima que el nombre dado al citado cuadro no es el adecuado, por las razones que ya señaló en otra oportunidad. Como entiende que esta información forma parte de la Minuta, solicita tener mayor cuidado con los títulos que se emplean, porque se podría llegar a conclusiones erradas si es que hay elementos de costo de transporte y costo de almacenamiento que sean muy diferenciados entre países.

Sobre el particular, el señor Lehmann expresa que considerará la sugerencia del señor Consejero e indica que de hecho se está corrigiendo la Minuta, mejorando temas del petróleo diesel, para hacerla un poco más extensiva para no provocar conflictos. El Consejero señor Marfán menciona que su observación conduce a evitar que se pueda decir que hay que bajar más, que el impuesto que está implícito es más alto de lo que está diciendo el Gobierno, o cosas por el estilo. Indica que hay situaciones delicadas como ésta, en que hay muchos pesos de por medio.

El Gerente señor Sergio Lehmann indica que los futuros de petróleo y combustibles son más altos y en el caso del mercado del cobre son similares a lo que se preveía hace un mes atrás. Como antecedente, agrega que quiere mostrar lo que la *FAO* está previendo en materia de productos agrícolas para los próximos diez años. Señala que éste es un informe que se publicó la semana pasada, y que de alguna manera ayuda a entender lo que una institución experta en esta materia está previendo respecto de los productos agrícolas. Comenta que en términos gruesos, la *FAO* está suponiendo que los precios se van a mantener elevados durante un período relativamente largo. Indica que el precio del maíz estará relativamente estable, que se espera una caída en el precio del trigo, que es lo que se estaba observando en los últimos meses, y en el caso del arroz, prevé un alza y después una vuelta, pero se mantienen claramente estos tres productos muy por sobre sus promedios históricos.

El señor Presidente comenta que los precios de estos tres productos agrícolas casi se triplican comparados con el año 2002, lo que comparte el señor Lehmann, quien agrega que lo más decidor es que se prevé que se mantendrán en esos niveles hasta el año 2017, por lo menos.

Finalmente, el Gerente señor Lehmann menciona que en materia de proyecciones en el precio del cobre, no hay un cambio significativo, y tampoco en el precio de cereales, ya que los movimientos que tuvieron están anticipados en las proyecciones que ya se tenían. Comenta que lo claramente novedoso está en el petróleo y en la gasolina, que se revisan al alza en línea con los movimientos de los futuros.

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

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto señala que en el mes de mayo el IPC aumentó 1,2% mensual, acumulando un incremento de 8,9% anual y superando lo esperado tanto internamente como por el mercado. El IPCX aumentó 0,7% mensual, 8,4% anual, y el IPCX1 1,0% mensual y 8,3% anual. Por su parte, la velocidad trimestral del IPC se mantuvo, mientras que la del IPCX1 aumentó de modo importante. Los indicadores de inflación subyacente incrementaron sus tasas de crecimiento anual y la variación en doce meses de la media podada por artículos (MPA) pasó de 5,7% a 6,1% y, por su parte, la poda de los componentes más volátiles (TMVC) aumentó 0,1 puntos porcentuales llegando a 4,0%. Agrega que también aumentaron las tasas de crecimiento anual de las medidas de inflación, que excluyen ciertos componentes —IPC sin alimentos y energía, e IPCX1 sin alimentos—, ubicándose en 4,4% y 4,3%, respectivamente.

Comenta que el sorpresivo aumento de la inflación en mayo respondió, como ha sido la tónica de los últimos trimestres, a aumentos significativos y mayores a los esperados en el precio de los alimentos y combustibles. A ello se agregaron algunos precios relacionados a estos bienes, como las tarifas del transporte y el precio del menú. Indica que aunque nuevamente es posible asignar una parte relevante del error de proyección a precios específicos y, que la información disponible muestra que la propagación de la inflación a otros precios no sería distinta de la prevista, la repetición de *shocks* de inflación en una coyuntura inflacionaria de por sí ya muy desviada de la meta, introduce riesgos significativos sobre la

trayectoria más probable de la inflación. Por ahora, a la luz de la información disponible, se estima que en el escenario más probable los recientes *shocks* de precios serán persistentes, afectando la inflación de junio, en parte por el arrastre que se deriva de algunos incrementos de precios que ocurrieron a mediados de mayo. Señala que esto lleva a que el escenario de inflación de corto plazo sea bastante mayor al considerado en el último Informe de Política Monetaria, estimándose que para el cuarto trimestre del 2008, la inflación podría ser del orden de 1 a 1,5 puntos porcentuales mayor que lo proyectado el mes pasado. Con ello, aunque sin disponer de una revisión de los modelos de proyección de mediano plazo que fundamente esta visión, se puede inferir un retraso de la convergencia de la inflación al rango meta prevista para el primer semestre de 2009 en el Informe de Política Monetaria.

Menciona el expositor que las expectativas de inflación han mostrado una alta volatilidad y trayectorias disímiles, dependiendo de su forma de cálculo y de la información disponible al momento en que fueron medidas. Por una parte, las compensaciones inflacionarias tuvieron vaivenes relevantes, debido a los anuncios del programa de esterilización y de inyección de recursos al Fondo de Estabilización del Precio de los Combustibles (FEPCO). Así, al comparar los valores al cierre de la información del informe que se ha presentado al Consejo con aquéllos referidos al momento de la Reunión anterior, la compensación 1 en 1 aumentó algo más de 30 puntos base, mientras que la de 3 en 2 y la de 5 en 5 cayeron en torno a 10 puntos base. Por otra parte, las expectativas de inflación recogidas de la encuesta a las mesas de dinero presentaron una trayectoria similar a lo largo del mes. De esta manera, el IPC esperado a un año aumentó hasta 5,05%, más 0,20 puntos base, mientras el IPC esperado a 2 años se mantuvo levemente sobre 4,0%. Indica que a su vez, la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) que cerró una vez conocido el dato de inflación de mayo, modificó al alza en 0,4 puntos base la inflación esperada a un año y en 0,20 puntos base a 2 años, llegando esta última a 3,5%. Asimismo, la inflación anual proyectada a diciembre de este año pasó desde 4,7% a 5,5%.

Menciona el señor Soto que los anuncios del programa de esterilización y de incrementos de recursos del FEPCO, junto con las noticias de inflación de mayo, provocaron vaivenes en las tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile durante el mes. Con todo, comparados los niveles al cierre de este Informe con los vigentes al momento de la Reunión de mayo, la tasa de los BCU-5 aumentó algo más de 15 puntos base, mientras la de los BCU-10 lo hizo en cerca de 30 puntos base. Agrega que las tasas de los BCP a 2 y 5 años aumentaron más de 30 puntos base, mientras la del BCP-10 se mantuvo en 7,0%.

Asimismo, señala el señor Gerente que los datos conocidos de actividad durante el último mes se enmarcan dentro del escenario base previsto en el Informe de Política Monetaria de mayo para el segundo trimestre. En abril, el Imacec aumentó 4,8% anual, 2,5% al considerar el efecto calendario, valor por sobre lo esperado por la generalidad del mercado. Indica que por el lado sectorial, sorprendió el significativo incremento de la actividad del comercio y de otros servicios. Esto, en gran medida, se explicó por el desempeño del comercio mayorista, impulsado por la comercialización de maquinarias y equipos, en línea con la evolución que han mostrado las importaciones de bienes de capital. Asimismo, el comercio automotriz sigue dinámico con variaciones anuales superiores a 20%. Comenta que contrarrestaron la actividad económica los sectores de recursos naturales que siguieron con variaciones negativas. En particular, la caída en minería dio cuenta de los conflictos laborales que se han suscitado en el sector, mientras en electricidad, gas y agua siguió siendo determinante la baja disponibilidad del recurso hídrico durante abril. En el caso de industria, si se considera la diferencia de días hábiles, la producción continuó con el débil desempeño de los meses previos, con incidencias negativas de la producción de metanol y de combustibles.

Por el lado de la demanda, señala el expositor que los indicadores de consumo privado de abril mostraron una recuperación importante luego del débil desempeño de marzo. A pesar de estas oscilaciones, en el escenario base se sigue estimando que el consumo continuará su desaceleración en el segundo trimestre del año. Por otro lado, las expectativas de los consumidores, medidas por el IPEC, siguieron deteriorándose, ubicándose en 36,5 en mayo. Menciona que respecto de las condiciones financieras, con los datos preliminares, se estima que en mayo la tasa de crecimiento anual de las colocaciones de consumo, aunque en niveles inferiores a los de fines del 2007, se mantuvo respecto de los meses inmediatamente anteriores. En relación con los agregados monetarios y crediticios, en tanto, se observa un incremento de las tasas de crecimiento del M1, alcanzando una variación de 12,3% anual, 10,1% el mes anterior.

Indica el señor Soto que en cuanto a la ocupación, las cifras del trimestre móvil finalizado en abril, no dan cuenta de grandes cambios en las holguras del mercado laboral. La creación anual de empleo siguió desacelerándose, creciendo 2,5% anual en el período, 2,8% en marzo. En términos mensuales, la ocupación tuvo una variación prácticamente nula una vez descontada la estacionalidad. Por categoría ocupacional, el empleo asalariado, sigue con variaciones anuales en torno a 6%, mientras que el empleo por cuenta propia continuó con caídas del orden de 4% anual. Por sectores, la ocupación del comercio y la construcción anotaron tasas de crecimiento anual superiores a 5%, mientras industria continúa bajo 2%. La fuerza de trabajo creció 3,4%, aunque siguió disminuyendo en términos desestacionalizados, respecto de los trimestres móviles previos. La tasa de desempleo se redujo levemente en términos desestacionalizados, ubicándose en 7,7%.

La inversión tampoco mostró cambios sustantivos respecto de su tendencia reciente, con un crecimiento importante de las importaciones de bienes de capital. Con ello se mantiene el auspicioso panorama para este componente de la demanda. En el último mes, la Bolsa local, medida a través del IPSA, aumentó cerca de 4% en pesos. En dólares, en tanto, el alza fue menor, 0,7%, dando cuenta de un mejor desempeño que el del promedio de las Bolsas mundiales, pero inferior que a nivel latinoamericano.

En cuanto a las paridades de monedas, comparados los niveles al cierre de este Informe. con los vigentes al momento de la Reunión de mayo, el dólar estadounidense se deprecia levemente respecto de una canasta de monedas. El peso, a su vez, se depreció 3,9%. Este incremento era algo mayor, previo a la publicación de los datos de Imacec e IPC a comienzos de junio. A su vez, en igual lapso, los índices multilaterales TCM-5 y TCM-X se depreciaron en una magnitud similar, mientras el TCM se depreció 4,5%. En cuanto al tipo de cambio real (TCR) se estima que promedió 89,8% en mayo, en su medida 1986=100 y, considerando los valores *spot* al cierre de este informe, el TCR alcanzaría a 93,2% en junio. El IPE estimado para junio da cuenta de un crecimiento anual similar al del cierre de mayo 15,4%, 15,5% el mes anterior.

Menciona el señor Gerente de Análisis Macroeconómico que respecto de los costos, en abril los salarios nominales registraron un aumento en sus tasas de crecimiento anual, las que se ubican en rangos entre 6,7% y 8,7%, dependiendo de la medición que se considere. En todo caso, se sigue estimando que su evolución es acorde con las cláusulas habituales de indexación. Pese al mayor crecimiento de los salarios, la tasa de crecimiento anual y la velocidad de expansión de los CLU cayeron en abril, lo que se asoció al menor crecimiento del empleo y la caída en las horas efectivas trabajadas que incrementaron la productividad medida.

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

En relación a lo indicado por el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto, en el sentido que el gasto presupuestario del sector público continúa dinámico, sobre todo lo que se refiere a subsidios y donaciones, que afecta el ingreso disponible de los hogares, el Consejero señor Enrique Marshall señala que más bien se trata de transferencias fiscales al sector privado y no de donaciones, ya que este último término tiene otra connotación.

En cuanto al comentario del expositor señor Claudio Soto, respecto a las proyecciones para el crecimiento y, en especial, la gran corrección que se produce por el lado de la inversión, el Presidente señor José De Gregorio señala que el Banco en general siempre está enfatizando el tema de la inversión, en cuanto a que continúa creciendo, pero también se argumenta que la explicación está en energía y minería. Consulta el señor Presidente si se podría contar con algún grado de desglose de esas cifras más adelante, ya que igualmente no deja de ser sorprendente el mayor crecimiento que se produce en esas cifras de inversión, independientemente si es nominal o real.

Al respecto, el Gerente de División Estudios señor Pablo García indica que el catastro de la Corporación Chilena de Bienes de Capital contiene información sectorial en donde se observa que dos tercios de los proyectos o del incremento de la inversión de este año corresponden a minería y energía. Agrega el señor García, que de esa cifra habría que sacar el extra que consiste en los que están contribuyendo ocasionalmente y los que lo hacen de manera habitual, para efectos de tener una visión algo más de tendencia.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que le llama la atención que la desaceleración que se esperaba en el margen de la demanda final no sea tal, y agrega que toda la corrección es hacia arriba a lo largo de todo el año. Indica que no existe desaceleración, sino que hay un cambio de composición en el agregado global y, en lo que al Banco le podría interesar, porque es donde influye la política monetaria, hay una revisión hacia el alza.

El Consejero señor Enrique Marshall consulta en relación al consumo del Gobierno, cuáles serían sus componentes, porque afirma que existe una parte que debe quedar en el consumo privado.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Soto señala que el Gobierno toma una porción de las transferencias de los subsidios, en aquella parte vinculada a educación y a salud. Agrega el señor Soto que el gasto incluye otros subsidios y otras transferencias que no están en el consumo de Gobierno y, en consecuencia, parte de este aumento en el consumo corresponde a Gobierno. Sin embargo, el referido consumo del Gobierno representa un 10% mientras que el gasto del Gobierno es un 20% del PIB.

El Gerente señor Soto señala por otra parte, que ha preparado un cuadro respecto de los anuncios del 21 de mayo y de los anuncios del FEPCO, bajo el supuesto de cómo se irían gastando esos fondos y que en base a eso no se rompe el marco de la regla de superávit estructural, debido a que el *shock* inflacionario que se está observando produce que el gasto real crezca menos de lo que se estaba proyectando anteriormente.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux, sobre el tema del crecimiento, afirma que trimestre a trimestre desestacionalizado, es posible observar que curiosamente en los dos primeros trimestres donde el crecimiento en 12 meses fue bajo, la velocidad es realmente de 6%, y después se proyecta para el segundo semestre una caída en la velocidad a un ritmo anual de un 3%. Consulta cuál es la explicación para ello.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García, en relación a la consulta del señor Vicepresidente menciona que existen dos aspectos a considerar. Uno de ellos es que la aceleración del primer trimestre y parte del segundo es la evolución del ciclo y el rebote de lo que se observó la segunda mitad del año pasado. Agrega que hacia el segundo semestre estaría afectando la desaceleración global y el efecto que eso tiene sobre el crecimiento en Chile y que de hecho, si se recuerdan las discusiones del *IPoM*, se hablaba de la ampliación de brechas que comienzan desde el segundo al cuarto trimestre y que después hacia la mitad del próximo año nuevamente comienza a cerrarse la brecha. En consecuencia, la desaceleración y la ampliación de brecha que se consideraba en el *IPoM* es producto del escenario mundial que es justamente hacia fines de este año y principios del próximo, lo que se captura, en parte, en la desaceleración del PIB.

Respecto al comentario del señor Gerente de Análisis Macroeconómico sobre las cifras de empleo y su composición, el Consejero señor Manuel Marfán comenta que el hecho que la fuerza de trabajo de las mujeres no siga creciendo al 9%, sino que a poco menos que el 6%, es como una normalización de lo que sucedía, puesto que lo anormal era la velocidad con que estaba creciendo.

Sobre el mismo tema, el señor Soto señala que, como es habitual, de acuerdo a los antecedentes que se discutieron con el Instituto Nacional de Estadísticas, se señaló que existe una nueva encuesta que trata de capturar de mejor manera las estadísticas de fuerza laboral. De acuerdo a las informaciones preliminares que se han entregado, se aprecia que la tasa de participación sería más alta que la que tiene el Banco. En todo caso, señala que recién en el mes de enero, cuando empieza a operar esta nueva encuesta, podrá analizarse con mayor información esta materia.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux comenta que es interesante mencionar que los periodos de fuerte crecimiento de la oferta de trabajo corresponden a aquéllos en que las familias necesitan más ingresos y la mujer sale a trabajar.

En relación a la encuesta de empleo del INE y la implicancia de la reducción de las horas trabajadas, el Gerente señor Claudio Soto menciona que cuando se actualizó la encuesta de empleo y se hizo el empalme correspondiente, las horas quedaron sin un tratamiento y lo que se ha observado es que existe una tendencia decreciente en los datos sobre horas de los últimos 10 ó 12 meses y, en consecuencia, le parece que se trata de una cifra algo extraña que habría que observar para determinar qué es lo que podría estar ocurriendo.

El Gerente de División Estudios sobre el mismo tema comenta que cuando se cambió la jornada, se reflejó de manera muy nítida en la encuesta el cambio en las horas trabajadas que reportaban los hogares. Agrega que lo anterior, sirvió para validar de alguna manera la estadística y para efectuar los cálculos de productividad corregida. Tal como lo ha explicado el Gerente señor Claudio Soto, el problema con la nueva encuesta es que los empalmes que se realizan se efectúan solamente a nivel de algunos agregados, y no se hace un empalme total de toda la información de la encuesta porque es imposible, ya que no es suficientemente representativa y, precisamente en el caso de las horas trabajadas es difícil realizar dicho empalme.

El Consejero señor Enrique Marshall comenta para mejor conocimiento de esta información, que en los países desarrollados, como en Estados Unidos de América, muchos contratos son por horas, y por tanto estos datos son muy claros. En el caso de Chile, lo único que podría cambiar son las horas extraordinarias, ya que no se puede modificar la jornada de un trabajador.

El Consejero señor Manuel Marfán comenta que, observando el gráfico sobre el empleo, se confirma que los salarios no están reflejando efectos de segunda vuelta como es habitual.

El Presidente señor José De Gregorio agrega que lo anterior es coherente con la caída del salario real, porque los ajustes habituales lo que hacen es reponderar dicho salario.

El Consejero señor Manuel Marfán, con respecto al mismo tema, indica que si a esta medida se le restara la productividad observada, la tasa de crecimiento de la productividad podría ser una mejor medida de los Costos Laborales Unitarios, en el sentido que una parte de la aceleración de dicho Costo Laboral es la respuesta de los salarios a la mayor inflación. En consecuencia, cree que los salarios reales están cayendo, los salarios nominales están subiendo, pero lo están haciendo en menor medida que la inflación. Agrega que no tiene la sensación que sean los costos laborales los que estén empujando la inflación, sino más bien la inflación que es la que está empujando los salarios. Menciona que si se resta ese componente no para reemplazarlo, pero aporta información de cuánto puede estar liderando presiones inflacionarias a los salarios.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García señala que se podrían efectuar esos cálculos. Sin embargo, menciona que debe tenerse cuidado con la interpretación precisa de cuánto pueden estar impactando en la inflación, porque el único mecanismo que cuantitativamente se ha podido observar, saber que existe, tratar de evaluar a magnitudes relativamente pequeñas y si está desalineado o no, es el impacto de la inflación sobre salarios. Agrega que ese es el único mecanismo del que se conoce más o menos la magnitud y que se puede monitorear en alta frecuencia. Por otra parte, señala que el impacto de productividad no es claro que mida productividad sobre los salarios, y que existen muchas dudas de cuáles son los niveles normales y cómo evoluciona con la coyuntura. En consecuencia, le parece que es algo más difícil sacar conclusiones precisas si se están gestando presiones inflacionarias de un mes a otro. Estima que tal vez se podrían hacer mediciones más de mediano plazo, aunque en la coyuntura cree que será muy difícil observarlo, pero se puede calcular.

El Consejero señor Enrique Marshall comenta que el Banco ha esgrimido el argumento que las remuneraciones están respondiendo más menos a mecanismos habituales de indexación y, en ese sentido, quiere refrescar qué significa realmente aquello. Qué significa la habitualidad, qué periodos se están considerando, y cuánto es lo que efectivamente es normal que se traspase.

El Gerente señor Claudio Soto señala que existe un gráfico que se encuentra en el informe presentado para esta Reunión que mide la dinámica de salarios privados, por inflación rezagada, que después de obtener las cifras toma la dinámica de indexación habitual de los salarios y con esta información se aprecia que éstos no estarían creciendo más lo que resultante de la aplicación de las cláusulas habituales de indexación.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García menciona que lo que se aprecia en los gráficos que se exhiben, es que se supone que una fracción de los salarios de los contratos que se renegocian o se reajustan con la inflación acumulada en cada trimestre, y que existe otra fracción que se reajusta con inflaciones acumuladas en plazos mayores a un año. Agrega que a partir de lo que se supone de cuán importante son unos versus los otros, se puede calcular, dada la evolución de la inflación, cuánto debiesen estar subiendo los salarios nominales. En consecuencia, es una calibración o estimación de cuánto es el impacto de las cláusulas de indización sobre la dinámica salarial. Menciona también el señor García, que le gustaría conocer qué ha sucedido con el tipo de contrato que se está firmando hoy día en relación a lo que se hacia con anterioridad, y saber si hace 3 años atrás eran distintos que hace 10 años. Agrega que esa información no existe, a pesar que sí hay una encuesta que la realiza, pero es muy cuestionada, ya que la efectúa la Dirección del Trabajo con la colaboración de los inspectores de ese Organismo.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que tiene la impresión que existe una amplia evidencia que, efectivamente, la inflación rezagada explica la evolución de los salarios nominales en forma contundente. Menciona también que antiguamente la Dirección del Trabajo solía tener un registro de los contratos colectivos, también de los convenios colectivos, que son aquéllos que se negocian fuera de los plazos legales establecidos para los contratos colectivos. Asimismo, tenían información desde hace mucho tiempo, respecto de la tabulación de estos últimos, en cuanto a cuáles eran las distribuciones de las reglas de reajustabilidad y no cree que

esta situación se haya modificado. Puede haber cambiado la dispersión, pero recuerda que el contrato moda era muy fuertemente de reajuste cada 6 meses.

Indica el señor Consejero que tiene la impresión que si uno usa ese factor, suponiendo que hay contratos traslapados con esa regla de indexación, se puede efectuar un cálculo para ver si existe evidencia.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que otra manera de chequear esta información sería calcular cuál es la evolución de la productividad de trabajo implícita en el gráfico de que se trata y ver si eso tiene algún sentido.

El Presidente señor José De Gregorio menciona que si se cuenta con los datos a que se refiere el Consejero señor Marfán, podrían obtenerse datos del aumento salarial bruto de la última renegociación. Sin embargo, está siempre la situación que existen problemas adicionales, pero de esa información se lograría tener una visión mucho más cercana de cuánto fue el aumento salarial de los contratos negociados colectivamente durante este período, ya que ellos ya tienen tabulado cuántos contemplan indexación. Agrega, que la pregunta más de fondo que siempre ha efectuado es si esa es la indexación habitual, pero si esta fue obtenida, se calculó respecto del salario independiente del modelo que se usa para proyectar la inflación. La pregunta que se hace es si esa indexación habitual es coherente con el período de dos años y con la convergencia de la inflación con la estructura de tasas que implícitamente se tiene. En consecuencia, señala que en esta hipótesis todo estaría incluido en el modelo, pero no sería coherente con los objetivos.

En relación con las sorpresas de inflación, el Gerente señor Claudio Soto señala que se proyectaba en la Reunión de Política Monetaria pasada, que era el Informe de Política Monetaria de mayo, una variación de 0,22 puntos base para alimentos en circunstancias que fue de 0,48, explicado por una concentración en tres ítems, legumbres, arroz y bebidas. Se trata de un *shock* muy importante, pero muy concentrado a la vez.

El Presidente señor José De Gregorio señala que como efecto de segunda vuelta el alza de los plásticos y del transporte afectó el mayor precio de las bebidas.

El Consejero señor Sebastián Claro indica que en el caso del aumento del precio de las legumbres y del arroz, existe un componente muy importante de transporte. Agrega que le parece que es un margen suficientemente grande y que es muy difícil de pensar que todo movimiento sea por el consumo básico.

El Consejero señor Enrique Marshall manifiesta que ha habido un alza en alimentos que pareciera ser bastante generalizada e indica que desconoce si esa situación o lo que se observa también en otros países, demuestre con claridad que han subido los granos y el arroz. Sin embargo, indica que en el caso de Chile parece que suben todos los alimentos. Al respecto, consulta las razones para ello, si el precio de la zanahoria no tiene nada que ver con la situación internacional. Comenta que el discurso que se escuchaba el año anterior era la sequía y que entonces nace una pregunta que aún no tiene una respuesta muy clara. Se

pregunta si los productores pueden acomodar fácilmente los precios y si es así, ello sólo puede ocurrir cuando hay una demanda que es más o menos tibia.

El Presidente señor José De Gregorio, a propósito del comentario del Consejero señor Marshall, señala que la demanda tradicional no empuja la actividad y por lo tanto, nada sucede con la demanda, pero la capacidad de traspasar precios internacionales a precios locales puede estar influida por demanda. Agrega que Chile es uno de los países que tiene más inflación interna de alimentos en el mundo y se podría pensar que la fuerza de la demanda hace que el traspaso del bien importado a primera aproximación se cumpla más en otros países que en el nuestro.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García señala que, con respecto a este último tema, hay varias preguntas difíciles de responder, pero en principio podrían conceptualizarse en que en realidad no es un problema de demanda, sino que las condiciones de ésta hacen que la elasticidad que pueda existir en los márgenes, en situaciones de aumentos de costos, sea más bien rígida o las demandas son más inelásticas y los aumentos de costos se transmiten a precio final sin modificar demasiado los márgenes. En otras circunstancias, quizá existe un poco más de elasticidad y por lo tanto, los márgenes se tienden a comprimir cuando aumentan los costos, y menciona que en la coyuntura actual pareciera que ello no está ocurriendo.

El Consejero señor Manuel Marfán indica que desea efectuar una reflexión al respecto. En primer lugar, señala que Chile es de los países con más alta inflación de alimentos y que el aumento de 15% en hortalizas y otros hace menos de un año, aún está afectando el IPC. En segundo lugar, menciona que al igual que los salarios, existe un aumento en la inflación por cualquier efecto y posteriormente esa situación se empieza a traducir en salario nominal. Sin embargo, lo que se esperaría es que el IPC suba primero y los salarios nominales después; los salarios reales caen al principio y después bajan y suben hacia el final y todo eso se estabiliza para volver a 3%. No obstante, indica que existe una especie de ciclo que se debería esperar para que esto ocurra. Asimismo, le parece que debería haber un ciclo esperable en los efectos de segunda vuelta, pero indica que si existe un aumento del *shock* de petróleo que hace subir los precios del transporte, y que también influye sobre una serie de otros bienes y así sucesivamente, se deberían esperar efectos normales de segunda vuelta y así comparar lo que está ocurriendo respecto de lo que sería normal que ocurriera. En consecuencia, señala que su hipótesis nula en este instante consiste en que el fenómeno de inflación en la actualidad resulta más generalizado que los *shocks*, porque la inflación no alimentos, no petróleo en 12 meses, como la miden otras partes, se encuentra en 4,5% anual, porque las sorpresas se empiezan a distribuir en muchas elementos y por tanto, cuando son demasiadas las sorpresas, surge la pregunta si no existe algún elemento más bien macroeconómico atrás de los aspectos de carácter macroeconómico. Estima que si eso está ocurriendo, la consulta que habría que formularse es si eso es normal después de haber tenido *shocks* anteriores tan importantes y a lo mejor esa situación podría analizarse en otra oportunidad para conocer cuáles son efectos de segunda vuelta normales, respecto de otros que no lo son.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto comenta que de los efectos de segunda vuelta ítem por ítem es bien difícil obtener información, porque en general los ajustes son muy discretos en cada uno de ellos. Sin embargo, cuando se analizan las estadísticas un poco más agregadas que son los modelos de series de tiempo, de alguna manera éstos capturarían la persistencia histórica recogida por las estadísticas. Además, estos modelos presentan una mayor inflación que las proyecciones que se muestran.

El Presidente señor José De Gregorio señala que le parece necesario analizar algo más el tema de la demanda y la inflación, porque se podría pensar en modelos con dos capacidades, y entonces habría la brecha de transables y la de no transables.

Respecto a proyecciones de inflación, el Gerente señor Claudio Soto señala que se tiene un IPC a diciembre de 6,15%.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que es una proyección razonable. Sin embargo, cree necesario referirse a algunos escenarios de riesgos y otros elementos que no están considerados. Por ejemplo, entiende que las tarifas eléctricas deberían reducirse en noviembre, lo que probablemente no está considerado en la información que se presenta. Sin embargo, existe alguna posibilidad que la reducción de las tarifas se produzca antes de esa fecha. El señor Soto señala que lo que sucederá antes de esa fecha es la dictación de un decreto tarifario, que habitualmente tiene un rezago de uno o dos meses, por lo cual sus efectos se verían recién en el mes de enero del próximo año.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García señala que el costo general de las tarifas ha caído bastante, alrededor de un 45%. Sin embargo, su impacto finalmente en la tarifa regulada residencial está muy mediatizado, porque existen muchos ponderadores y promedios móviles que suavizan este efecto.

El Consejero señor Manuel Marfán, en relación a un comentario del señor Vicepresidente sobre los precios del petróleo, en el sentido que existiría alguna dinámica que lleva a que esos precios no se sostengan o se reduzcan en el futuro, le parecen que constituyen elementos de riesgo que no están en el escenario actual, pero cree que es un riesgo a la baja, así como también al alza, como por ejemplo que el precio del petróleo se fuera a los 200 dólares el barril, por indicar algún rango.

El Gerente señor Claudio Soto comenta que el precio que más afecta es el del petróleo, atendida las magnitudes y variaciones que se han observado últimamente y de cómo afecta al IPC. Asimismo, indica que se consideró en el escenario de riesgo del *IPoM* la posibilidad de una caída importante en el precio del petróleo, que podría ser un *shock* adicional en el precio hacia futuro para un lado u otro. Agrega que el otro elemento de riesgo que se considera es que esas proyecciones no incluyen efectos de segunda vuelta importantes a lo que habría que poner atención. Menciona también que se realizó una evaluación después de la Reunión de Política Monetaria de marzo respecto a cómo se había observado un traspaso de precios, en que probablemente los efectos de segunda vuelta serían menores y eso de alguna manera todavía está capturado en la proyección. Por otra parte, agrega que los modelos de

series de tiempo muestran inflaciones bastante más altas que podrían estar capturando efectos de segunda vuelta que no están incluidos en esa parte de la proyección.

El Gerente señor Claudio Soto indica que, en atención a las trayectorias de tasas actuales, se aprecia un leve empinamiento de la Tasa de Política Monetaria, respecto de lo que se había observado en las semanas anteriores, lo que se mantendría hacia fines de año y que el próximo año habría recortes de tasas de acuerdo a las encuestas con que se cuenta.

El Consejero señor Manuel Marfán consulta cómo se interpreta que esta nueva información esté entregando pistas de desanclaje de expectativas. El Gerente de División Estudios señor Pablo García señala que existen riesgos que efectivamente la inflación no vuelva a 3% en veinticuatro meses y cree que la discusión de si las expectativas están o no ancladas constituyó una mala decisión del Banco cuando se puso en un Comunicado el año pasado. Le parece que esta ocasión sería una buena oportunidad para sacar ese tema de la comunicación pública del Banco, pero que efectivamente los riesgos son que con ese *shock* adicional, el escenario de inflación que se tenía en el *IPoM* de mayo no se cumpla, es decir, que en veinticuatro meses más uno, que es el que ya ha transcurrido, no se converja a 3%, con la trayectoria de tasas que se tenía implícita en ese momento.

El Presidente, señor José De Gregorio, 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 Nº 124.

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

El Gerente de División Estudios señala lo siguiente:

1. En la última Reunión de Política Monetaria, el Consejo decidió mantener la Tasa de Política Monetaria en 6,25 puntos base, eliminando el sesgo en la comunicación de futuros ajustes en la Tasa de Política Monetaria. Agrega el señor García que en esa Reunión se señaló que cambios futuros en la Tasa de Política Monetaria dependerían de las implicancias para la inflación del complejo escenario internacional, el grado de propagación de los *shocks* inflacionarios de meses pasados a otros precios y el surgimiento de nuevas presiones inflacionarias.

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

   - En el ámbito internacional, aunque se avizora una desaceleración del crecimiento algo menos acentuada que la prevista el mes pasado, los indicadores coyunturales siguen mostrando una situación de debilidad cíclica en Estados Unidos de América y la situación financiera sigue siendo incierta.

- Señala también que el precio del petróleo y sus derivados ha aumentado de manera significativa, provocando tensiones importantes en diversas economías y aumentando la preocupación respecto de la inflación mundial. Las tasas de interés de largo plazo en el mundo han tendido a subir de manera relevante respecto de los mínimos de hace un par de meses.

- El crecimiento interno de abril estuvo dentro de lo previsto, con lo que no se modifican mayormente las perspectivas de crecimiento para el segundo trimestre contempladas en el *IPoM*. Hacia adelante, la significativa mejora de la situación hídrica, junto con los esperados efectos calendario y por base de comparación, permite esperar registros de crecimiento interanuales superiores a 5% para el segundo semestre.

- En el caso de Chile, la inflación de mayo sorprendió significativamente al alza, empujada una vez más por sorpresas en alimentos y energía. Las tendencias subyacentes de los precios mostraron un repunte y el peso tuvo una depreciación adicional de cerca de 4% con respecto a la Reunión de Política Monetaria de mayo. Indica el señor García que el conjunto de antecedentes disponibles lleva a revisar al alza hasta en más de un punto la inflación anual del segundo semestre.

- Señala el Gerente de División que las expectativas de inflación se han incrementado a partir de las noticias recientes con grados relevantes de volatilidad en algunos casos. Luego del último *IPoM*, de los anuncios de esterilización y de la sorpresa inflacionaria de mayo, las expectativas privadas para la Tasa de Política Monetaria sugieren que el mercado y los analistas anticipan una Tasa de Política Monetaria mayor que la antes esperada. Este nuevo panorama es más marcado para los precios financieros que para la encuesta de expectativas.

3. Comenta también el señor García, que la ausencia de un sesgo en los comunicados de la Reunión de Política Monetaria de abril y mayo era congruente con una evolución de la inflación desde enero, similar o incluso inferior a la prevista a principios de año, y con la evaluación de que el balance de riesgos sobre la inflación en el último Informe estaba equilibrado. Este panorama ha cambiado, ya que se estima que los nuevos *shocks* inflacionarios en alimentos y combustibles son suficientemente elevados como para tener consecuencias sobre las perspectivas de inflación para los próximos trimestres.

4. Señala el señor García que son tres los elementos principales que se deben tomar en cuenta en relación a la magnitud de estas consecuencias. Menciona en primer lugar, la dinámica de la inflación importada, incluyendo la persistencia del actual tipo de cambio y de los mayores precios de los alimentos y de la energía. Agrega en segundo lugar, la evolución de las brechas de capacidad. Finalmente, menciona el señor García en tercer lugar, el patrón de propagación inflacionaria hacia precios subyacentes, salarios y expectativas.

5. Respecto a la Reunión de Política Monetaria pasada, el señor Gerente de División Estudios indica que el primer elemento mencionado está detrás de la mayor inflación efectiva. Agrega el señor García que el precio internacional del petróleo ha seguido subiendo, mientras que los precios internacionales de varios otros productos básicos se mantienen en niveles altos. Menciona que las perspectivas de crecimiento mundial se han corregido en algo al alza, por lo que no se modifica el panorama de estrechez global tras

estos elevados precios. Por su parte, las consecuentes preocupaciones inflacionarias globales han tendido a elevar las tasas de interés de largo plazo en el mundo.

6 El señor García indica que en relación al segundo elemento, no se aprecian antecedentes que modifiquen las perspectivas de crecimiento hacia adelante. En términos de la generación eléctrica y costos energéticos, las noticias han sido favorables y los antecedentes sectoriales siguen siendo congruentes con el rango de proyección de crecimiento para el año. La demanda interna continúa creciendo a tasas elevadas y con un componente importado significativo.

7 Finalmente, manifiesta el señor García que mientras el conjunto de medidas de inflación subyacente ha mostrado un aumento adicional, los salarios continúan creciendo a tasas congruentes con las cláusulas habituales de indización. Las medidas de expectativas de inflación basadas en encuestas han incorporado la sorpresa más reciente, señalando aumentos relevantes en las trayectorias esperadas de la inflación dentro de los próximos dos años. Señala que las compensaciones inflacionarias, han tenido muy elevados grados de volatilidad por el impacto de anuncios oficiales y de las sorpresas de precios y siguen estando desviadas de la meta, particularmente a los plazos más cortos.

8. Hace presente el señor García que estas consideraciones motivan una revisión relevante de las proyecciones de inflación anual para el segundo semestre de este año, comparable o incluso mayor a la que se deduce de diversos indicadores de expectativas privadas, lo que constituye la materialización de un escenario de riesgo, distinto al escenario central contenido en el último *IPoM*, lo que lleva a descartar la opción de mantener la Tasa de Política Monetaria en esta ocasión.

9. Menciona el señor García que en términos de la magnitud de una decisión de alza de la Tasa de Política Monetaria, las noticias del mes sugieren un aumento de 25 ó 50 puntos base. La decisión precisa de cuál es la magnitud más apropiada en esta ocasión depende de cómo se ponderen los antecedentes anteriores y de cuánta certeza éstos otorguen a las perspectivas inflacionarias de los próximos trimestres. Indica que tanto para ello como para la eventual incorporación de un sesgo, es clave la evaluación que se realice de la persistencia de la mayor inflación proyectada con relación al escenario base del *IPoM.* Agrega que como referencia, recuerda que el escenario base del *IPoM* contemplaba una trayectoria de la Tasa de Política Monetaria que podía acomodar tanto un alza como una baja de 25 puntos base de aquí a fin de año.

10. Hace presente el señor García que como es habitual, consideraciones de orden comunicacional pueden llevar esta vez a ponderar de diversa forma las alternativas planteadas. Señala que en esta ocasión, el mercado anticipa mayoritariamente un ajuste al alza de la Tasa de Política Monetaria de 25 puntos base, asignándole además una probabilidad alta a un alza adicional en meses posteriores. Comenta el Gerente de División Estudios que tan relevante como la decisión de tasas en sí misma, es lo que se deduzca del Comunicado, respecto de ajustes adicionales de la Tasa de Política Monetaria en los meses venideros. Un aumento de 25 puntos base con un sesgo al alza estaría en línea con lo que espera el mercado, mientras que un aumento de 50 puntos base no constituiría en sí mismo un elemento extraordinariamente sorpresivo si se acompaña de un nítido sesgo neutral.

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

El Gerente de Mercados Financieros Nacionales señor Beltrán De Ramón manifiesta que desde la Reunión de Política Monetaria anterior, se han tenido las siguientes noticias inesperadas que han cambiado el panorama inflacionario que se enfrenta:

a) La inflación proyectada por el Banco Central de Chile a diciembre pasó de 4,7% (*IPoM*) a 6,2% (Reunión de Política Monetaria de junio), esto es, 150 puntos base en menos de un mes. Los factores detrás de este aumento fueron ampliamente debatidos en la Reunión de la mañana. Sin embargo, consigna que la sorpresa en el IPC de mayo representa sólo un tercio de este aumento.

b) Las expectativas de inflación medidas en encuestas y las compensaciones inflacionarias de los distintos instrumentos han subido significativamente, destacando que estas últimas han aumentado en aproximadamente 70 puntos base para los próximos doce meses y 85 puntos base para los siguientes doce meses. Si bien se sabe que estas compensaciones tienen premios, le parece que es ilustrativo observar que la proyección de inflación del mercado a diciembre está en 6,5%, no muy distinto a lo reportado por la Gerencia de División Estudios.

Manifiesta el señor Gerente que por el lado de la actividad y salarios, no se observan elementos significativamente distintos a lo proyectado anteriormente. Señala que el conjunto de antecedentes anteriores, materializa un escenario de riesgos que es distinto al proyectado en el *IPoM*, el cual al mismo tiempo aleja al Banco Central de Chile del pronóstico de que la inflación va a converger al rango de meta a mediados del año 2009. El riesgo mayor, y es lo que se debe evitar, es que los aumentos de precios se hagan más persistentes y que los agentes se acostumbren a tener inflaciones altas por más de dos años, considerando que subió del 4% hace casi un año (julio 2007) y que en el mejor escenario en algo menos de un año más volvería a 4%. Este acostumbramiento, podría hacer que incluso la vuelta al rango meta se postergue hasta fines del año 2009, configurando dos años y medio de inflaciones por sobre el 4%.

Con estos antecedentes, el Gerente señor De Ramón recomienda al Consejo un aumento de 50 puntos base en la Tasa de Política Monetaria en esta Reunión. Indica que un aumento de 25 puntos base sería visto como una respuesta inadecuada a un *shock* de inflación de magnitud y a expectativas de inflación que han subido significativamente y un aumento de 50 puntos base, hasta 6,75%, si bien es inesperado, está incorporado en la curva *swap* para los próximos dos o tres meses.

Señala que si bien un aumento mayor a 50 puntos base debe eliminarse, para no distorsionar significativamente los precios, considera que no debe descartarse para nada realizar otros aumentos adicionales en los próximos meses, considerando que una sorpresa de 150 puntos base para el año 2008, como está considerado en el escenario de proyecciones de esta Reunión de Política Monetaria, es altamente probable si se cumple la proyección de la Gerencia de División Estudios y de los seguros de inflación.

El Gerente de División Política Monetaria señor Kevin Cowan señala que cree que las principales noticias desde la última Reunión de Política Monetaria son tres. En primer lugar, *shocks* a niveles de precios con potenciales impactos de segunda vuelta sobre la inflación, en particular el alza significativa que se ha observado en el precio internacional del petróleo *spot* y el registro de inflación para mayo significativamente más alta a la esperada en la Reunión de Política Monetaria anterior y por el mercado. En segundo lugar, *shocks* a la tasa de crecimiento esperada de precios externos claves, entre los cuales se incluye el alza en la inflación esperada para el petróleo en los próximos meses, y alzas en las tasas de inflación efectivas y esperadas en economías desarrolladas, en particular en los índices de precios productor que son intensivos en bienes transables y por lo tanto, una mejor medida en los precios externos relevantes para Chile. En tercer lugar, las alzas en las expectativas de inflación que mencionaba el señor Gerente de División Operaciones Financieras, en especial la expectativa de uno en uno, recogidas por las encuestas múltiples que realiza el Banco Central de Chile y los agentes. Indica que esos tres conjuntos de noticias sugieren un alza en la Tasa de Política Monetaria, tal como se discute en la Minuta de Opciones.

El Gerente de División señor Cowan recomienda al Consejo, en consecuencia, un alza de 25 puntos base con un sesgo al alza. Indica que desea enfatizar tres factores para justificar la magnitud de esta propuesta. En primer lugar, la desaceleración reciente del precio internacional de algunos de los productos básicos claves, que aún no se ha visto reflejado en precios domésticos, y sobre los mecanismos de transmisión se tiene algún grado de incertidumbre. En segundo término, aumentos de salarios que aún son consistentes con cláusulas de indexación históricas, tal como se discutió en la Reunión de la mañana. En tercer lugar, la persistencia de altos niveles de incertidumbre en mercados financieros internacionales, que de hecho en el margen difieren levemente con la visión expuesta en la Minuta, respecto a una mejora en la actividad esperada en Estados Unidos de América, esto en un contexto de alza esperada en las tasas de política monetaria, aumento en el precio del petróleo y caídas sustanciales del precio de viviendas en varias economías desarrolladas. Indica que estos tres factores son los que considera que deben ser incorporados al análisis para matizar el alza y los que justificarían la decisión de subir la tasa en 25 puntos base con un sesgo al alza y no en 50 puntos base.

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

El Consejero señor Sebastián Claro señala que la principal novedad del mes fue el alto registro de inflación. Indica que más aún, ese registro ha sido percibido, tanto interna como externamente, como una señal que la trayectoria de la inflación en los próximos trimestres será bastante superior a la proyectada en el Informe de Política Monetaria de mayo.

Menciona el señor Consejero que motivos para este cambio en perspectiva son diversos y, en su opinión, justificados. Por una parte, señala que se observa en el mundo una genuina cautela con la evolución futura del precio del petróleo, y le parece que es notable como los principales Bancos Centrales han fortalecido su discurso anti-inflacionario. Agrega que resulta difícil pensar que Chile podrá abstraerse de ese escenario. Por otra parte, indica que se observa también una mayor generalización en las alzas de precios en Chile, que los efectos puntuales observados en meses anteriores y que esa es una fuente de preocupación importante. Aún con toda la incertidumbre asociada a la trayectoria de la inflación, cree que el Banco Central de Chile debe actuar decididamente en esta circunstancia, y por lo tanto, se

inclina por subir la Tasa de Política Monetaria en 50 puntos base. Indica que las razones para ello son las siguientes: en primer lugar, el sostenido aumento en la inflación esperada a diversos plazos ha hecho aumentar el impulso monetario. Como muestra de ello, la estructura de tasas de interés reales se encuentra con una inclinación no vista hace mucho tiempo y las tasas cortas están particularmente bajas. Le parece que este fenómeno no debe perdurar, ya que es contraproducente con el objetivo anti-inflacionario del Banco, y no ve que sea posible afectarlo sin un ajuste significativo en la tasa de política. En segundo término, las expectativas de inflación comienzan a dar señales duras de diferir de la meta en plazos medianos. También le parece necesario asegurar que las expectativas de inflación estén firmemente ancladas en el horizonte de política y dar seguridad al mercado que el Banco Central es firme en su compromiso contra la inflación y que está en la esencia del esquema de política monetaria actual, y que no existe espacio para equivocarse al respecto. Agrega que se deben aprovechar las difíciles circunstancias actuales, como una oportunidad para dar una señal que el Banco Central es pro-activo en el control de la inflación.

Menciona también que un aumento de la Tasa de Política Monetaria de 50 puntos bases no es una medida preventiva. En su opinión, corrige de manera importante, pero no totalmente, el rezago en la Tasa de Política Monetaria. Indica que la evolución del producto potencial discutida en el último *IPoM*, el fuerte dinamismo que muestran distintos componentes de la demanda agregada y el alto crecimiento que continúan mostrando los agregados monetarios y el crédito, sugieren que el impulso monetario no debe ser expansivo. Aún con un ajuste de la Tasa de Política Monetaria de esta magnitud, todavía se está en el segmento expansivo de la política monetaria. Por lo anterior, cree que es probable que este ajuste no sea el último.

Indica el señor Consejero que considera que junto con esta decisión, se deben comunicar al mercado tres ideas: i) reiterar que el Banco Central de Chile hará todo lo que corresponda para reencauzar la inflación a la meta en el horizonte de política; ii) mencionar de manera implícita que la métrica sobre la cual el Consejo decidirá nuevas acciones de política no es la nueva proyección de inflación, sino la trayectoria descrita en el *IPoM*. En otra palabras, que este ajuste no es necesariamente definitivo dadas las novedades en el panorama de inflación; y, iii) que desviaciones hacia arriba de la inflación, respecto de esa trayectoria, siguen siendo de especial desagrado para este Consejo.

Por otra parte, señala el Consejero señor Sebastián Claro que mostrar un sesgo completamente neutral, sin ningún indicio de un posible ajuste en el futuro, no es conveniente por dos razones: primero, ya que expone injustificadamente aparecer reaccionando en el futuro a un *shock* inesperado que no es tal. Segundo, que se correrá el riesgo de debilitar la percepción de los agentes respecto de la convicción con que se toma esta decisión.

Por lo expuesto, el Consejero señor Sebastián Claro vota por subir la Tasa de Política Monetaria a 6,75%.

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

Señala el señor Consejero que las noticias del último mes han configurado un panorama inflacionario aún más complejo que el visualizado con anterioridad. En el frente externo, las condiciones reales y financieras no han cambiado significativamente. Agrega que las perspectivas de crecimiento indican siempre una desaceleración en los países

desarrollados, si bien algo menos pronunciada que con anterioridad. Señala el señor Consejero que los mercados financieros muestran una leve mejoría respecto de meses anteriores, pero varios segmentos siguen observando grados relativamente altos de estrés. En esta perspectiva, se mantiene la preocupación por el deterioro en la hoja de balance de los intermediarios financieros y los efectos de ello sobre la disponibilidad de crédito y la actividad real. Agrega que la principal fuente de preocupación proveniente del exterior es la evolución del precio del petróleo, que ha seguido una trayectoria por sobre la anticipada, y que en el transcurso del último mes ha vuelto a subir. A ello se agrega el alto nivel en que se mantienen los precios de los recursos naturales en general, incluidos los alimentos. Menciona que todo ello ha contribuido a delinear un cuadro para la inflación mundial bastante más pesimista y preocupante que el presentado un nuestro último Informe de Política Monetaria. En su opinión, la pregunta que surge es cuál será el ajuste a nivel global requerido para que la inflación se contenga y vuelva a ubicarse en rangos aceptables. Congruente con ello, los mercados financieros han reaccionado con alzas en las tasas de interés, anticipando los próximos movimientos de los bancos centrales.

Comenta el Consejero señor Enrique Marshall que en el frente interno, los mercados monetario y crediticio no presentan novedades significativas. Los ajustes que se han estado observando en tasas de crecimiento de algunos agregados y en las tasas de interés cobradas a los clientes, siguen siendo más bien graduales. En esa misma línea, señala que el mercado bancario ha sido lento en trasladar el aumento de la inflación a las tasas nominales, con lo cual las tasas reales han disminuido, por lo menos transitoriamente. Indica también el señor Consejero que en el mercado de renta fija, las tasas han subido, en respuesta a factores tanto internos como externos. Por su parte, indica que el peso se volvió a depreciar respecto del nivel observado en la última Reunión y, en lo más reciente, ha experimentado fluctuaciones, respondiendo, en parte, a los movimientos del dólar y, en parte, a noticias internas. Menciona además el Consejero señor Marshall que las cifras del último mes reafirman la debilidad en la evolución de la actividad real, que en buena medida se focaliza en los sectores de oferta. Comenta que el último registro de IMACEC sorprendió al alza, pero estima que no cambia significativamente la apreciación que se tenía sobre la evolución de la producción interna.

Por su parte, señala que el empleo muestra algún grado de desaceleración. Con todo, la tasa de desocupación se mantiene relativamente estable. La demanda permanece bastante dinámica, lo que se traduce en una fuerte expansión de las importaciones. Indica que las señales de desaceleración por el lado del consumo se atenúan en lo más reciente. En todo caso, la inversión sigue siendo el componente más dinámico de la demanda interna.

Comenta el señor Consejero que para efectos de la política monetaria, la noticia más importante es el nuevo incremento de la inflación, que ha alcanzado un registro anual de 8,9%. Con ello, la trayectoria de la inflación se ubica por sobre la anticipada con anterioridad y los riesgos de verse enfrentados a nuevas desviaciones o sorpresas han aumentado. Agrega que el mercado ha reaccionado ajustando hacia arriba sus expectativas de inflación. Sin embargo, esta alta y creciente inflación sigue mostrando una propagación más bien acotada hacia los salarios. Con todo, la evolución de las remuneraciones sigue siendo una materia de especial interés por sus implicancias para la trayectoria de la inflación.

Por su parte, señala el Consejero señor Marshall que las expectativas para la Tasa de Política Monetaria se han ajustado al alza. Agrega que a la fecha de la última Reunión de Política Monetaria, la curva con los movimientos esperados hacia adelante se mostraba relativamente plana. Ahora, ésta aparece empinada y, según la fuente utilizada, sugiere entre

uno y tres ajustes en el horizonte de política. En todo caso, la expectativa de un ajuste al alza en el corto plazo no parece en discusión.

En suma, menciona el señor Consejero que el cuadro macro se ha tornado más complejo porque se visualiza una mayor inflación y riesgos más altos para su trayectoria futura y, en particular, para su convergencia en el horizonte de política. Por otro lado, los efectos sobre la inflación de la desaceleración de la actividad y de la apreciación del peso, que se esperaban con anterioridad, se han atenuado, considerando la evolución reciente de la producción, el empleo y el tipo de cambio. Por todo ello, estima que la decisión de política que corresponde en esta oportunidad es subir la tasa de interés. Coincide por tanto con las Opciones presentadas en la Minuta respectiva.

Recuerda el Consejero señor Enrique Marshall que el Comunicado de la última Reunión de Política Monetaria, señaló que las próximas decisiones dependerían de la nueva información que se acumulara. Agrega, además, que allí indicó que se prestaría especial atención a las implicancias para la inflación del desarrollo del complejo escenario internacional, al grado de propagación de los *shocks* inflacionarios de meses pasados a otros precios, y al surgimiento de nuevas presiones inflacionarias. En todos estos planos, las noticias del último tiempo apuntan hacia mayores presiones y riesgos inflacionarios. El precio del petróleo alcanza un nivel récord y la inflación mundial se acelera. Las condiciones reales y financieras para la economía mundial dejan de deteriorarse e incluso mejoran en el margen. En el plano interno, la inflación vuelve a aumentar y las holguras en materia de actividad no se aprecian como muy significativas. El aumento de la inflación eleva el riesgo de un cambio en el patrón de propagación observado hasta ahora. Así, por coherencia con el marco de análisis del Banco y, en particular, con los últimos Comunicados, le parece que la reacción del Banco Central de Chile no puede ser otra que la de ajustar en forma importante la tasa de interés. Con este proceder, estima que se preserva y fortalece la credibilidad en la política monetaria.

La dosificación en el tiempo del ajuste requerido admite cierta discusión. Se podría recomendar un ajuste de 25 puntos base en esta Reunión y sugerir, a través del Comunicado, otro similar para el próximo mes o el subsiguiente. Sin embargo, indica que se inclina por un ajuste de 50 puntos base en esta oportunidad. Cree que ello apunta mejor al objetivo que se persigue, que es fortalecer la credibilidad en la política monetaria y asegurar la convergencia a la meta. Adicionalmente, un alza de 50 puntos permitiría mantener un sesgo similar al que se trae, lo que le parece recomendable, dadas las incertidumbres que existen. En todo caso, señala el señor Consejero que el comunicado debería hacer una mención más explícita a la evolución del precio del petróleo, como uno de los desarrollos que se van a monitorear con atención, por la enorme incertidumbre que existe al respecto y por sus implicancias para la inflación en el mediano plazo. Menciona el señor Consejero que el mercado no debería sorprenderse excesivamente con esta decisión. Si bien la mayoría espera un alza de solo 25 puntos base, los antecedentes revisados son muy contundentes y apoyan la decisión de un alza de 50 puntos base.

En consecuencia, señala el Consejero señor Enrique Marshall que su voto es por subir la tasa de política monetaria en 50 puntos base.

El Consejero señor Manuel Marfán agradece el análisis del *staff*. Señala que respecto de la Minuta de Opciones hace suyo el listado de antecedentes relevantes a considerar desde la anterior Reunión de Política Monetaria que se contiene en su párrafo dos. Señala que han surgido como noticias relevantes adicionales las siguientes, varias de las

cuales aparecen mencionadas en otras partes de esa Minuta, pero que le parece que son lo suficientemente importantes como para incluirlas en su voto.

En primer lugar, menciona el señor Consejero que el anuncio del Gobierno de suplementar en US$ 1.000 millones el Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles. En segundo término, indica que la normalización de las lluvias que afectaría favorablemente la inflación del producto hacia adelante. En tercer lugar, señala el mayor crecimiento de la demanda final, o sea la que excluye la variación de inventarios durante el primer trimestre, respecto de lo que se había anticipado y, sus implicancias sobre una demanda interna que será más dinámica que lo que se preveía en el Informe de Política Monetaria. En cuarto lugar, menciona la preocupación creciente de los bancos centrales de las principales economías del mundo por evitar la propagación de los *shocks* internacionales hacia mayores niveles de inflación futura en sus respectivas economías; y, quinto, la mayor dispersión en la respuesta de las encuestas de expectativas económicas, tanto respecto de la tasa de política monetaria proyectada, como de la tasa de inflación esperada a distintos horizontes, lo cual da cuenta de las dificultades que impone la coyuntura actual para la formación de expectativas. El Consejero señor Manuel Marfán indica que al respecto quiere señalar que viendo algunas variables de dispersión, el 3% a 24 meses plazo en todas las últimas encuestas se ha estado transformando en el piso de proyección de los encuestados y que, por lo tanto, cuando la mediana empieza a aumentar, como ha estado ocurriendo recientemente, es un síntoma claro no solamente que está aumentando la mediana, sino que también está aumentando la dispersión de las proyecciones.

Comenta el Consejero señor Marfán que lo más relevante del conjunto de noticias señalado, corresponde al precio internacional del petróleo que ha continuado sorprendiendo con alzas muy por sobre las previstas y que parte de la sorpresa inflacionaria de mayo, parece explicarse por efectos no contemplados en el escenario central, como se desprende de las medidas de inflación subyacente más confiables. Por ello, señala que el análisis debe basarse más en los escenarios de riesgo que se contemplaron en el último Informe de Política Monetaria, que en el escenario central respectivo. Agrega el señor Consejero que tanto los analistas como los precios financieros anticipan una trayectoria de la tasa de política monetaria por sobre la de ese escenario central. En este contexto, señala que coincide con la Minuta de Opciones en descartar la mantención de la Tasa de Política en su nivel actual.

Señala el Consejero señor Manuel Marfán que dentro de las opciones que propone esa Minuta se inclina claramente a favor de elevar la Tasa de Política Monetaria en 50 puntos base por varias razones. La primera de ellas, es que la inflación anual se mantendrá por sobre lo previsto en lo que resta del año. La convergencia al centro del rango meta en ocho trimestres requiere de tasas nominales de inflación más elevadas por puro efecto del llamado principio de Taylor. Segundo, el mayor crecimiento de la demanda agregada que se prevé a partir de las cifras del primer trimestre, torna más difícil la convergencia en el horizonte habitual de política. Tercero, la forma menos costosa de producir esa convergencia es que las expectativas estén alineadas con la meta dentro del horizonte de política. Agrega que una señal clara hoy, que reduzca la varianza de las expectativas de inflación, ayudará a reducir los costos reales de esa convergencia. Cuarto, menciona que como señala la Minuta, el mercado espera mayoritariamente un aumento de 25 puntos base, pero no debiera sorprenderse con un aumento de 50 puntos base. Finalmente, señala que aumentos de 50 puntos base deben reservarse para ocasiones especialísimas, donde el Banco debe actuar para señalizar coyunturas de mayor incertidumbre y cree que ese es el caso en esta oportunidad. Se trata de una situación especialisíma que requiere de una señal fuerte.

Respecto del sesgo, cree que más eficaz que ponerlo, es señalizar que el Banco Central de Chile hará todo lo que estime necesario para cumplir con su meta dentro del horizonte habitual de política. Agrega, que si realmente pensara que el próximo movimiento debiera ser al alza, entonces votaría por un aumento mayor en esta misma oportunidad.

Por las razones expuestas, el Consejero señor Manual Marfán vota por un aumento de 50 puntos base sin sesgo en el Comunicado, pero sí con un tono claramente *hawkish* respecto de la inflación.

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

Señala que en los últimos 30 días se han producido desarrollos muy importantes tanto en el plano externo como interno, que han modificado el panorama de la inflación futura.

Indica el señor Vicepresidente que en el plano internacional, la economía mundial experimentó una desaceleración más suave de lo previsto en el primer trimestre, la que se concentró esencialmente en los Estados Unidos de América. Sin embargo, los antecedentes más recientes apuntan a una desaceleración más marcada a partir del segundo trimestre, la que esta vez abarcaría también al resto del mundo desarrollado, lo que indudablemente, también terminará afectando al mundo emergente. Sin embargo, indica que la principal novedad en el ámbito externo estuvo por el lado de los precios de los *commodities* y en particular, en el significativo aumento que experimentó el precio del petróleo y sus derivados. Ello ha dado lugar a una preocupación por la inflación a nivel de todo el mundo, lo que se ha visto reflejado en las tasas de interés de largo plazo.

Señala que en el plano interno, la actividad se desenvolvió en el primer trimestre de acuerdo al escenario base previsto en el *IPoM* de mayo. Sin embargo, los indicadores de demanda fueron más dinámicos de lo previsto, pronosticándose que alcancen tasas de variación cercanas al 9% en el actual trimestre. Ello responde a una expansión superior a la prevista tanto del consumo como de la inversión en capital fijo, situación que se prevé se mantendría también en el tercer trimestre.

La noticia más importante, indica el señor Vicepresidente, se dio en el plano inflacionario, donde el elevado IPC de mayo sugiere que se ha producido un cambio relevante en el panorama inflacionario previsto en el *IPoM* de mayo. Señala que detrás de ello está indudablemente el nuevo *shock* inflacionario, asociado a aumentos en los precios del petróleo y los alimentos. Si bien a nivel internacional los precios de los alimentos han mostrado una relativa estabilidad, los precios internos de los cereales, el arroz y la leche en polvo no han terminado de ajustarse a los nuevos precios internacionales, lo que explica la alta incidencia de estos rubros en la inflación de mayo. Indica el señor Vicepresidente que, como resultado de ello, la inflación acumulada hacia fines de año podría ser entre 1% y 1,5% superior a lo previsto en mayo.

Manifiesta el señor Vicepresidente que pese a que una desaceleración más marcada de la economía mundial, junto al retiro de parte de los subsidios a los combustibles que se está registrando en Asia, podría contribuir a debilitar la demanda y a reducir los precios del crudo, el supuesto más realista es que dichos precios, al igual que los de los alimentos, se mantengan en niveles elevados. Esta nueva sorpresa inflacionaria se manifiesta en momentos

en que la inflación anual se encuentra significativamente alejada de nuestro rango meta, lo que genera una explicable preocupación por la capacidad del Banco Central de Chile de cumplir con su compromiso de conducir la inflación de vuelta al 3% en el horizonte de política. Agrega que todas las medidas de inflación subyacente han mostrado un aumento, y que si bien los salarios hasta ahora han continuado creciendo a tasas coherentes con las cláusulas habituales de indexación, existe el riesgo de que ello no suceda en el futuro.

Por su parte, señala el señor Vicepresidente que las expectativas de inflación han incorporado la sorpresa inflacionaria y proyectan aumentos relevantes en la trayectoria de la inflación, en los próximos dos años. Algo similar sucede con las diversas medidas de compensación inflacionaria, que proyectan trayectorias de la inflación que se encuentran por encima de la meta inflacionaria, pese a las evidentes dificultades que tiene esta metodología para proyectar la inflación esperada. En suma, estas nuevas sorpresas inflacionarias son de tal magnitud, que se han apartado del escenario central del *IPoM* de mayo, y se ha materializado uno de sus escenarios de riesgo.

Comenta el señor Vicepresidente que frente a este nuevo escenario, coincide con la Gerencia de División Estudios en que no cabe considerar la opción de mantener la Tasa de Política Monetaria en esta Reunión. Las opciones relevantes son las de subirla en 25 ó 50 puntos base.

Menciona el señor Vicepresidente que para esta decisión resulta clave la evaluación que se haga respecto de la persistencia de la mayor inflación proyectada, y en particular, la visión que se tenga acerca del patrón futuro de propagación inflacionaria hacia otros precios, salarios y expectativas. Si bien hasta ahora la propagación inflacionaria ha sido acotada, y ello fue un supuesto clave de la proyección de rápida convergencia inflacionaria en el *IPoM* de mayo, nada garantiza que ello se mantenga a futuro. Agrega que en su concepto, para mantener la propagación inflacionaria dentro de un rango acotado resulta clave la señal que dé el Banco Central de Chile en esta Reunión. Indica que los agentes del mercado están observando con mucha atención si el Consejo tiene la voluntad de hacer lo que sea necesario para encausar la inflación en una trayectoria que converja al 3% en 24 meses. Cree que desde esa perspectiva, la opción de aumentar la tasa en 25 puntos base -con o sin sesgo- no provee una señal de fuerte compromiso con la meta, sino que constituye esencialmente una actitud reactiva. Curiosamente es eso lo que espera el mercado para esta Reunión. Señala que precisamente por ello se inclina por un ajuste de 50 puntos base, como una manera de dar una señal de fuerte compromiso antiinflacionario.

Por último, señala el señor Vicepresidente que considera que un ajuste de esta naturaleza debe ir acompañado de un sesgo neutral, donde se señale que movimientos futuros dependerán de la nueva información que se acumule, prestando especial atención a la evolución de la economía internacional, y en particular al precio del petróleo, así como a la propagación de las sorpresas inflacionarias a otros precios y salarios.

En consecuencia, el Vicepresidente señor Jorge Desormeaux manifiesta que vota por subir la Tasa de Política Monetaria a 6,75%.

El Presidente señor José De Gregorio señala que para justificar su voto sobre la decisión de tasa de interés, normalmente inicia su presentación, al igual que sus colegas, revisando las desviaciones del panorama macroeconómico, tanto interno como externo respecto de las proyecciones. Indica que por lo general, se deben ponderar efectos de cambios

en el escenario, que apuntan en direcciones opuestas respecto de la evolución de la inflación. No obstante, en esta oportunidad hubo una gran noticia que, a su juicio, domina el resto de las novedades, y que fue una inesperada y significativa sorpresa inflacionaria, tanto para el Banco Central de Chile como para el sector privado. En todo caso, le parece que el resto de las novedades se encuentran muy bien expuestas en la Minuta de opciones y en las intervenciones de quienes le antecedieron.

Menciona el señor Presidente que la sorpresa inflacionaria es preocupante, porque a pesar de estar concentrada principalmente, en pocos productos alimenticios y combustibles, podría estar representando una propagación excesiva de los aumentos de precios internacionales de alimentos y combustibles sobre los precios domésticos. El riesgo es que dada la trayectoria de tasas de interés que se tenía implícitas en el último Informe de Política Monetaria, básicamente de estabilidad de la tasa, la inflación no converja a 3% en un horizonte de dos años. Más aún, en la medida que esta percepción se empiece a generalizar en el sector privado, las expectativas de inflación podrían elevarse más allá de lo razonable, con consecuencias muy negativas sobre la dinámica de precios y salarios. Le parece que es efectivo que al eliminar los precios regulados de los alimentos y los ligados a combustibles, la inflación es aún baja. Sin embargo, los productos que se excluyen en dicha medida no están sólo afectados por factores externos, sino que también por los mecanismos de propagación internos.

Agrega el señor Presidente que en la eventualidad que los registros futuros de inflación sigan siendo más elevados de lo coherente con la reducción de la inflación en el horizonte de políticas, lo que podría aumentar las presiones inflacionarias y salariales, sugiere darle mucha importancia a este riesgo, y es el que se debe mitigar con más fuerza. A pesar que dada la evolución de la actividad interna, unida a un escenario benigno en materia de precios internacionales, podrían conducir a la inflación a su meta sin necesidad de endurecer la política monetaria. Los costos de que ello no ocurra son muy elevados. Por lo tanto, considera que un alza de tasas justificada sobre la base de la evaluación de los riesgos que se enfrentan resulta lo más adecuado. Señala que los riesgos son muy elevados y así el escenario central se empieza a convertir en un evento de baja probabilidad, lo que sugiere ponderar en mayor medida escenarios más extremos. Indica el señor Presidente que si bien se presenta una sorpresa en un solo mes, ésta es significativa y también revela signos preocupantes.

Más aún, cree que el alza de tasas debería ser de 50 puntos base. Menciona que se podría justificar un alza de 25 puntos base y dejar un sesgo al alza, mientras se monitorea la evolución de la propagación inflacionaria. Sin embargo, nuevamente la posibilidad de quedar rezagados sugiere realizar un alza mayor a la que usualmente se hace en un período de reducción del impulso monetario. Esto permite mantener un sesgo neutral, y a su vez estar muy alertas y contar con los máximos grados de libertad para movimientos futuros de la tasa en un escenario externo altamente incierto, pero donde los riesgos inflacionarios han ido aumentando en conjunto con la severa alza del precio del petróleo.

Comenta también el señor Presidente que no se pueden descartar nuevas alzas de los precios de los *commodities*, sustentado en parte en un escenario de actividad mundial algo menos negativo que el que se preveía hace algunos meses atrás. Tampoco se pueden descartar ajustes bruscos de dichos precios si la preocupación inflacionaria en el mundo lleva a los bancos centrales de las principales economías del mundo a subir sus tasas de interés. Con todo, la decisión de política monetaria no puede basarse en potenciales ajustes en la economía mundial, los que en la coyuntura actual podrían apuntar en cualquier dirección. Asimismo,

quiere insistir que a pesar que los riesgos pudieran estar balanceados, algo discutible de acuerdo a los últimos datos, la ponderación de sus costos sesga el balance hacia contener una posible mayor propagación inflacionaria.

Agrega que un alza de tasas de 50 puntos base reafirma el compromiso con la meta de inflación y contribuye a evitar aumentos de precios y salarios más allá de lo razonable. De otro modo, y de consolidarse el negativo escenario de precios externos, podría enfrentarse aumentos de la inflación y de las expectativas mucho más complejos. Por lo tanto, en un escenario adverso como el actual y donde no se pueden descartar efectos de segunda vuelta indeseados, la decisión no es principalmente entre subir hoy y esperar, sino que, en el escenario más probable, es entre subir hoy o subir después y, como bien se sabe, esperar requeriría de una dosis de ajuste monetario mucho más severa.

Por todo lo anterior, el Presidente señor José De Gregorio reafirma su opción por subir la tasa de interés en 50 puntos base y, por consiguiente, vota en tal sentido.

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

124-01-080610 – Tasa de Política Monetaria.

En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile, acordó aumentar la tasa de interés de Política Monetaria en 50 puntos base, hasta 6,75% anual.

Comunicado

"En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base, hasta 6,75% anual.

Dado el deterioro que ha experimentado el panorama inflacionario, este aumento de la tasa de política es necesario para evitar una postergación indeseada de la convergencia de la inflación hacia el 3%.

En el ámbito externo, las perspectivas de crecimiento para las economías desarrolladas se mantienen débiles y los mercados financieros siguen tensionados. El precio del petróleo ha subido significativamente, los precios de la mayoría de los productos básicos continúan elevados y se han acentuado las presiones inflacionarias en el mundo.

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

La inflación de mayo superó significativamente lo anticipado, debido a nuevos aumentos en los precios de la energía y, principalmente, de los alimentos. Las medidas subyacentes de inflación y varias medidas de expectativas de inflación se han incrementado. La dinámica salarial sigue ajustada a patrones históricos.

El Consejo reafirma su compromiso de conducir la política monetaria de manera de reducir la elevada inflación actual hacia 3% en el horizonte de política. Con ello contribuye a mantener alineadas las expectativas privadas con la meta de inflación. De particular importancia para los cambios futuros en la tasa de política serán las implicancias para la inflación del desarrollo del complejo escenario internacional, el grado de propagación de los *shocks* inflacionarios de meses pasados a otros precios y salarios y el surgimiento de presiones inflacionarias adicionales."

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17:50 horas.

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Vicepresidente

JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Presidente

ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero

MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero

JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR
Ministro de Fe (S)

SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero

BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA Nº 125
celebrada el 10 de julio de 2008

En Santiago de Chile, a 10 de julio de 2008, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don José De Gregorio Rebeco y con la asistencia del Vicepresidente don Jorge Desormeaux Jiménez y de los Consejeros don Manuel Marfán Lewis, don Enrique Marshall Rivera y don Sebastián Claro Edwards.

Ministro de Hacienda, don Andrés Velasco Brañes.

Asisten también:

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

El Presidente señor José De Gregorio señala que asiste especialmente invitado el Gerente de Estabilidad Financiera, señor Rodrigo Cifuentes Santander.

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

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann Beresi señala que respecto al escenario internacional, los puntos destacados para esta Reunión son, en primer lugar, que la actividad en las economías desarrolladas muestra nuevos signos de debilidad en el contexto de mercados financieros que vuelven a presentar una elevada incertidumbre. Menciona el señor Gerente que aumenta la preocupación por la inflación, pero que sin embargo, los riesgos de una menor actividad han predominado en las expectativas de menores alzas de Tasa de Política Monetaria en dichas economías. Acorde con lo anterior, mostrando vaivenes pronunciados en el mes, las tasas de largo plazo retroceden de forma significativa, especialmente en Estados Unidos de América y, en términos destacados, los precios de los *commodities* se han elevado, no obstante, presentan una reversión parcial en los últimos días. Señala el señor Lehmann que en Estados Unidos de América, el consumo personal en el dato marginal se ha recuperado, sin embargo, ha sido fundamentalmente como respuesta al

estímulo fiscal. Comenta el señor Gerente que el gráfico que exhibe muestra los montos acumulados de devolución de impuesto que, como se aprecia, son significativos, 80 billones de dólares, que en términos de consumo de un mes representa aproximadamente un 10%. Menciona que esta situación se ha repetido por algunos meses, en tanto, parte del rebote del consumo que se muestra en el último mes, responde en gran medida a una importante fracción de esta devolución de impuesto que fue consumida, más menos 40% o 50% según algunas estimaciones. Sin embargo, agrega que persisten los riesgos de una desaceleración del consumo.

Agrega el señor Gerente que en términos históricos, se muestra una muy alta correlación con la confianza de consumidores y se tendería a esperar una desaceleración en línea, por lo que se ha observado históricamente, una diferenciación adicional en el consumo, más aún considerando que gran parte de lo que se iba a entregar en materia de estímulo fiscal ya se ha hecho. La riqueza de hogares, también en línea con los riesgos asociados a consumo, ha tendido a caer. Señala que en la gráfica se hace un distingo entre la riqueza financiera, que está asociada fundamentalmente a bolsas y a otros instrumentos, y la riqueza inmobiliaria, que ha mostrado una reducción importante durante los últimos meses.

En tanto, señala el señor Gerente que el mercado laboral acentúa su debilidad y las solicitudes de desempleo han tendido a aumentar, al igual que la tasa de desempleo. No obstante que en el último mes se mantiene estable, hay claramente una tendencia hacia una debilidad en el mercado laboral. La creación de empleo ha mostrado cifras negativas durante varios meses, lo cual va en línea con lo que se señalaba en términos de debilidad en el mercado.

Indica el señor Gerente que la demanda externa en el margen ha contribuido a sostener en algún grado la producción industrial. Indica que la gráfica que se exhibe muestra la evolución que ha tenido la producción industrial, que es claramente una desaceleración. No obstante, el último dato del ISM Manufacturero mostró una sorpresa positiva en el sentido que ya se ubicó en esa oportunidad en el pivot 50. Agrega el señor Lehmann que un componente importante del ISM Manufacturero está asociado con las órdenes de exportación que muestran en los últimos meses una tendencia más bien positiva, lo que está en línea con las exportaciones de bienes manufactureros de Estados Unidos de América. Por tanto, señala el señor Lehmann que se trata de un elemento que está ayudando a sostener la producción industrial en ese país.

Menciona el señor Gerente que en la Zona Euro las expectativas de crecimiento se han debilitado por sobre lo previsto. Indica que el *Euro Coin* ha tenido desde hace un buen rato una tendencia claramente negativa. El PIB, por su parte, que había sorprendido positivamente en el primer semestre, debería mostrar para los próximos trimestres una clara desaceleración, en línea con lo que ha mostrado el *Euro Coin*. Asimismo, y en línea con esa situación, el PMI está mostrando también una fuerte desaceleración que puede llevar a una desaceleración en el PIB. Indica el señor Gerente que se sabe, pues ha sido publicado en la prensa, que un par de países europeos están en recesión y esa situación va a ser un elemento que eventualmente ha estado detrás de lo que se va a ver más adelante en materia de mercado financiero.

Respecto a Japón, comenta el señor Lehmann que el sector externo ha perdido dinamismo, y la producción industrial está cayendo, lo que está en línea con las exportaciones que se han venido desacelerando al igual que el PIB. Las exportaciones por región muestran precisamente ese mismo panorama que es más bien de cuidado. Las exportaciones japonesas

a Estados Unidos de América están cayendo y a la Zona Euro están prácticamente en cero. Indica que, en algún grado, están sosteniendo los envíos de Japón al exterior las exportaciones que están orientadas hacia China. Desde el punto de vista de lo que está pasando en Japón, se tiene que la encuesta a empresas (*Tankan*) está mostrando una fuerte desaceleración, no obstante, todavía está por sobre el pivot cero, y el PIB entonces debería tender a desacelerarse. Las confianzas en Japón están también mostrando signos más bien negativos.

Respecto a la inflación, señala el señor Gerente que la inflación en Estados Unidos de América se mantiene elevada, mostrando el IPC niveles sobre 4%. No obstante, el IPC *Core* se ha mantenido relativamente estable. En el margen, algunas indicaciones de tendencia inflacionaria de esta distribución truncada muestran alguna aceleración y otras, más bien estabilidad. Por el lado del PCE, se ve que la distribución truncada también muestra alguna tendencia positiva, no obstante, los indicadores *Core* y particularmente el *Headline* están más bien mostrando cierta estabilidad o caída en el margen, especialmente en el caso del PCE.

Comenta el señor Gerente que en la Zona Euro, en tanto, aumentan las presiones inflacionarias tal como lo muestra el Índice de Precios a Productores, situación análoga a la que se está observando en Japón. No obstante, en el caso de la Zona Euro, el IPC *Core* está relativamente estable y vale destacar que el IPP *Core* está mostrando en el margen cierta aceleración. El IPC, tanto en Europa como en Japón, está mostrando también algunos aumentos.

El señor Presidente, consulta si el IPP es mucho más intensivo que el IPC y si es transable o no, pues le llama la atención que el IPP suba tanto, salvo que tenga un componente de energía demasiado grande. El señor Gerente de Análisis Internacional señala que va a observar este fenómeno con cuidado, pero que la apreciación del Euro debiera tender a moderar este comportamiento. Menciona que el grueso del componente del IPP o una parte importante de éste está asociado al precio de *commodities*, por lo que estima que el fenómeno de aumento está basado en esa lectura.

Indica el señor Gerente que la inflación mundial en tanto mantiene su aceleración. Muestra en la gráfica la aceleración de la inflación en distintas regiones y menciona que se ha incorporado también a Chile para tener un parámetro de comparación, por lo que se tiene entonces la inflación total corregida. Comenta que se trata de la variación anual y que gran parte de esos aumentos están asociados a inflación por alimentos. Agrega el señor Lehmann que se tiene inflación por alimentos en distintas regiones y se observa que ha tendido claramente al alza, también en el caso de Chile. Muestra asimismo que economías desarrolladas también presentan una tendencia al alza en alimentos.

El señor Presidente comenta que se debiera esperar que el alza en alimentos en las economías desarrolladas fuese menor, por medidas de protección y situaciones de ese tipo, pero señala que en América Latina hay un componente que es el tipo de cambio, que este año Chile no lo ha apreciado, pero que sí desde el 2007. Indica que, en la gráfica, Chile se muestra notable.

El Gerente de Análisis Internacional señala que este es un tema que se está estudiando con cuidado. Indica que existe un compromiso con el Consejo de presentar un análisis en este sentido durante el mes de julio, pero agrega que Chile destaca claramente porque el coeficiente de traspaso del precio internacional de alimentos a precios domésticos ha sido sustancialmente mayor.

El Consejero señor Manuel Marfán comenta que en Chile hubo heladas y una serie de componentes idiosincrásicos que siguen golpeando en la inflación de doce meses y que, por lo tanto, estima que no es traspaso ese componente de inflación internacional. Menciona que así como en China fue la "oreja azul", y que hay varios países que tienen componentes idiosincrásicos, se debiera separar ese componente idiosincrásico de lo que es realmente traspaso de inflación externa.

El Ministro de Hacienda, señor Andrés Velasco comenta que si se observan los ítems del IPC que más han subido, se aprecia que no solamente se trata de alimentos, sino que destacan algunos que son cuasi no transables, como los pollos, las papas, las gaseosas, en los cuales la transabilidad es bastante imperfecta y para qué mencionar el pan, en el cual el precio de la harina nuevamente está divorciado del precio internacional.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García comenta que en otros términos, no necesariamente los precios internacionales de los productos que están subiendo pueden haber afectado al precio doméstico, sino que también hay otros elementos, como por ejemplo el precio de la energía, y con una cierta reticencia de los márgenes a absorber esos mayores costos, sino que al contrario, traspasarlos a precios finales. Agrega que eso es lo que se ve con la evidencia de precios individuales en el IPC.

El señor Ministro de Hacienda indica que va a hacer un punto que considera muy importante. Comenta que en la Reunión de Ministros de Hacienda de América Latina se hizo un pequeño ejercicio comparativo entre cinco o seis Ministros que se encontraban ahí y que la gran diferencia que emerge de Chile con el resto de los países, es el precio de la luz. La energía, pero en el sentido más estrecho, no combustible porque es de todos sabido que eso es mucho más transable. Señala que se sabe además, que muchos de nuestros vecinos no han movido un centavo en moneda local los precios de los combustibles.

El Presidente don José De Gregorio comenta que en Brasil cayó el precio de la energía y el señor Ministro de Hacienda agrega que en México y Perú los precios de los combustibles están fijos en moneda local, pero que, sin embargo, la electricidad en Chile ha subido dos, tres o cuatro veces el incremento que ha experimentado en otros países.

El Gerente de Análisis Internacional continúa su presentación, señalando que bajo este escenario han aumentado de manera significativa las expectativas inflacionarias. Indica que la gráfica muestra las expectativas inflacionarias en distintas regiones, incluyendo Chile y también China para 2008 y 2009, y que claramente las tendencias son, para la generalidad de los casos, inflaciones esperadas promedio para *Consensus Forecast*. Para Chile y América Latina, es la inflación esperada a diciembre de cada año. Para el año 2009 también se esperan aumentos de expectativas inflacionarias mucho más moderados y de hecho los niveles, como se puede apreciar en la gráfica que se exhibe, en algún grado son marginalmente más bajos. Indica el señor Lehmann que con datos de mayo probablemente, no se recogen las sorpresas inflacionarias de junio, y seguramente no se muestra el caso particular de Chile. No obstante, los aumentos de TPM en las economías desarrolladas serían menos pronunciados, como en el caso de Estados Unidos de América. Agrega que se muestran los futuros de TPM, hace un mes atrás, comparados con los que se recogen hoy día. En el caso de la Zona Euro, el cambio es un poco más marcado. En el caso de Japón no hay cambios significativos. Destaca particularmente en el caso de Estados Unidos de América, que la curva tuvo bastantes movimientos, de hecho hace dos o tres semanas atrás, probablemente si se hubiese graficado esta línea habría salido muy arriba, es decir, el mercado estaba esperando

tres aumentos de TPM. Luego, a propósito de las preocupaciones en términos de actividad y también de nuevos ruidos en los mercados financieros, esto ha tendido a moderarse y hoy día las expectativas de aumento de TPM están bastante más cargadas hacia una tendencia más moderada. Indica que la gráfica muestra lo que se está viendo en materia de expectativas de tasa hoy día; lo que se estaba viendo hace un mes atrás donde está bastante marcado como posición mayoritaria una TPM en 3% en diciembre de 2008; y hoy día se está pensando entre 2 y 2,5%, con probabilidades bastante similares.

El Presidente señor José De Gregorio consulta si esta situación es posterior al último discurso de *Ben Bernanke*. Al respecto el señor Gerente indica que estos valores son spot, 9 de junio y 9 de julio. El señor De Gregorio indica que en dicho discurso el señor *Bernanke* señaló que sería incoherente seguir dando líneas especiales de liquidez y estar subiendo tasas y como dice en otra parte de su discurso, estas líneas especiales de liquidez van a llegar hasta final de año. El Gerente de División Estudios comenta que el ECB piensa lo contrario.

En el caso del ECB, señala el señor Gerente que el mercado tiene incorporado de todas formas una probabilidad casi completa de un aumento final hacia fin de año en su Tasa de Política Monetaria.

Indica que las tasas largas en Estados Unidos de América se han ajustado a la baja más por preocupaciones que por crecimiento, pero que también hubo cierta volatilidad en el mercado. Hoy día, menciona el señor Gerente, si se compara con la tasa de hace un mes atrás, la tasa larga ha caído 30 puntos base, pero en algún momento hace unas tres o cuatro semanas atrás, la tasa estaba claramente más alta y posteriormente, a propósito de las preocupaciones por actividad y nuevos ruidos en los mercados financieros, ha tenido una caída importante. Agrega el señor Lehmann que las compensaciones inflacionarias que se muestran graficadas están relativamente estables, pero en el margen. Indica que si se observa la ajustada en particular, tiene una ligera tendencia hacia el alza en las últimas dos semanas.

Menciona el señor Gerente que en el caso de Europa hubo bastante más ruido, incluso en algún momento hubo una expectativa de un ECB más *hawkish*, más duro en materia inflacionaria, pero tras el aumento de 25 puntos base de algunas semanas atrás, y a una lectura un poco más *dovish* de la actitud que pudiese tener el Banco Central Europeo en materia de tasas a propósito nuevamente de la incertidumbre en materia de actividad, la tasa tendió a devolverse 9 puntos base si uno compara con la cifra de hace un mes atrás. En el caso de Japón, comenta el señor Gerente que hay una marcada preocupación por actividad, lo que está en línea con lo que se presentó en algunas láminas anteriores, y que por ello la tasa ha tendido a caer.

Indica el señor Gerente que las paridades han tenido también cierta volatilidad. En términos netos, se observa una cierta depreciación del Dólar, en línea con expectativas un poco más moderadas en materia de aumento de tasas, lo que ha sido relativamente generalizado particularmente en la Zona Euro. Señala que en el margen ha habido también una cierta depreciación respecto a monedas de economías emergentes. Indica que se tiene un promedio de una canasta más o menos amplia y que el Dólar ha tendido también en el margen a depreciarse.

Menciona el señor Gerente que las bolsas han tendido a caer, en línea con la mayor preocupación por actividad y señala que también hay percepciones de un riesgo algo mayor en los mercados financieros. Indica que en la gráfica se muestran las bolsas emergentes que caen de manera muy pronunciada; las bolsas en economías desarrolladas han tenido alguna recuperación en el margen, pero probablemente la tendencia es bien marcada, bien clara durante el mes, y los *spreads*, particularmente los EMBI *Global* han aumentado, y los spreads de *High Yield,* de empresas con baja clasificación de riesgo en Estados Unidos de América, también han aumentado de manera importante.

Comenta el señor Gerente que en la gráfica que se exhibe se observa que en materia de percepciones de riesgo respecto a los bancos, destaca el hecho que ha habido un aumento del riesgo percibido. El CDS de bancos en Estados Unidos de América aumenta claramente y lo mismo sucede para bancos del Reino Unido y Europa. Agrega el señor Gerente que, en términos de riesgo, no se está para nada todavía cercanos a los niveles que se percibían hace algún tiempo atrás, pero claramente ha habido un aumento importante.

Los premios por liquidez, agrega el Gerente señor Lehmann, se mantienen estables en el caso de Estados Unidos de América, ayudados por cierto con las declaraciones del Presidente de la Reserva Federal y por el compromiso que dicha Institución ha manifestado en materia de ayuda a los mercados financieros, pero en el margen los spreads en términos de liquidez se observan algo más altos. En el caso de Europa han tendido más bien a moderarse, a bajar. Señala que la curva ha tenido de todas maneras algún movimiento importante durante el mes, de acuerdo a noticias que van verificándose.

Señala el señor Gerente que los movimientos negativos que se aprecian son generalizados en las economías emergentes y desarrolladas. Comenta que hay bolsas que caen. La gráfica muestra el movimiento en bolsas desde el *IPoM* y en otra columna, desde la última Reunión de Política Monetaria, y claramente este movimiento ha sido negativo. Destaca especialmente el señor Lehmann la caída en la bolsa de Nueva Zelanda y en la bolsa China.

Ante una consulta del Presidente señor José De Gregorio, el señor Lehman indica que estas caídas son en moneda local. Agrega además, que los *spreads* CDS han tendido a aumentar de manera importante en prácticamente todas las economías emergentes. Menciona que la caída de los precios de activos en las economías emergentes responde a salidas de capital. Señala que la gráfica muestra los flujos acumulados en doce meses por región y en todas se aprecia, con la excepción de Europa emergente, que están bastante estables, pero se observan salidas de capital en Asia, en América Latina y en el grupo de economías emergentes.

Respecto a los *commodities,* comenta el señor Gerente que sus precios han tendido a aumentar. Muestra en la gráfica aumentos en el precio del petróleo de 5%, cobre 8% y granos en torno a 10%. Respecto al mercado del petróleo, señala que éste continúa estrecho. El señor Gerente muestra en la gráfica el desbalance del mercado del petróleo. Destaca la columna que señala consumo menos producción y comenta que se ha ido acumulando sistemáticamente un desbalance. Por lo tanto, este déficit se ha estado supliendo fundamentalmente con inventarios. Esa situación ha estado detrás del empuje del precio del petróleo y el hecho que se haya sostenido en niveles relativamente altos se explica por una oferta mundial que ha tendido a caer. El último dato que se tiene disponible es a junio reciente, y por cierto, está por debajo de lo que se observaba hace algunos meses atrás. No obstante, la demanda también ha tendido a ajustarse, pero el balance sigue siendo muy estrecho, más bien

cero si uno proyectara para 2009, lo que ha permitido sostener el precio en niveles inesperadamente altos.

Los futuros, comenta el señor Gerente, apuntan hacia precios elevados, contrario a la convergencia a valores bajos que se indicaba hace algunos años atrás. Indica que la gráfica que se exhibe muestra la evolución del precio del petróleo dólar por barril desde 1984 hasta hoy día; y que también se muestra en el margen qué está pasando con los futuros que aparecen claramente estables. Comenta el señor Gerente que a mediados de la década, los precios futuros tendían más bien a converger. Señala que ese es un argumento que se ha observado por parte de algunos analistas: converger hacia niveles más bajos. Menciona el señor Gerente que hoy día se tiende a pensar en precios que se sostienen en niveles extraordinariamente elevados, probablemente porque hay factores de demanda que han estado detrás de esta evolución, tal vez menos marcadamente que en el pasado y que probablemente, si se observara en los años 90, se vería algo parecido.

Indica el señor Gerente que la función de distribución del precio del petróleo en este contexto ha tendido a moverse hacia precios más altos y en línea con ese hecho, también los precios de largo plazo han tendido a aumentar. Comenta que lo que se exhibe son los precios de largo plazo que se recogen de *Consensus Forecast, Deutsche Bank, Merril Lynch y Barclays.*

El señor Ministro de Hacienda consulta a qué período se considera largo plazo. El señor Gerente señala que no hay consenso respecto del largo plazo. Señala que no hay una visión homogénea, pero que en general se piensa en cinco años, aunque en algunos casos probablemente los bancos piensen en más años y aquéllos que muestran precios un poco más altos tal vez están pensando en largos plazos más cortos. El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux acota que en el mercado futuro del petróleo, el plazo más largo que existe es a siete años. El señor Gerente comenta que esos son planteamientos de largo plazo que dan los propios bancos de inversiones.

Por el lado del precio del cobre, comenta el Gerente señor Sergio Lehmann que el precio del cobre tendió a aumentar durante la semana. No obstante, los últimos días ha estado en línea también con una visión en términos de producción, de proyección de oferta claramente más baja, lo que ha sido más menos sistemática desde enero del 2007 hasta hoy día. Comenta que hoy día la visión es de un mercado que está más estrecho, producto de la oferta que se ha ido revisando sistemáticamente hacia la baja. Con ello, los futuros de cobre, mirando lo que ha ocurrido en las noticias durante el mes, se han ajustado hacia el alza y la proyección del Banco también se revisa hacia el alza.

En materia de alimentos, menciona el señor Gerente que los precios se han movido en general al alza. Destaca el aumento que ha tenido el precio del maíz, con alguna reversión parcial durante los últimos días, pero claramente hacia el alza. La leche también ha tendido a subir durante este mes; el precio del trigo subió; e indica que en la gráfica se ha agregado el precio de la carne en Brasil que también ha tendido a aumentar en términos relativamente importantes, en línea con toda seguridad con los aumentos en los costos del forraje. Un componente importante en los precios de granos es el valor del precio de los fertilizantes, que aumenta en línea con el precio del petróleo, ya que el grueso de los fertilizantes son producto de la petroquímica. El costo de fertilizantes más menos representa un 10% – 15% del costo de producción del grano. Con todo, se tiene que el precio del cobre se revisa al alza de manera importante en el precio promedio para 2008, al igual que para 2009, considerando la visión que se comentaba de un mercado más estrecho. El precio del petróleo

también va al alza, al igual que gasolina, el trigo y el maíz al alza. La leche, por su parte, relativamente estable.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux agrega que en el caso de los metales hay una diferencia con el petróleo, porque el cobre es más fácilmente almacenable, y que a los inventarios en bolsa hay que sumarles los inventarios de las compañías. Señala que cuando comienza a desacelerarse la producción industrial no sería raro que los inventarios de las compañías lleguen a los mercados y esos precios se pueden ajustar un poco más rápido que los del petróleo.

El Presidente señor José De Gregorio comenta el punto del inversionista *George Soros* sobre la especulación en el petróleo, quien señaló que el inventario de crudo era acumulado por los países petroleros, no produciendo petróleo.

El Consejero señor Enrique Marshall plantea que va a efectuar un comentario pregunta. Indica el señor Consejero que se menciona que la caída que han tenido las bolsas en los países emergentes coincide con caídas en países desarrollados y se hace una aseveración en el sentido que han salido capitales de los países emergentes. Indica que ha escuchado que parte de la caída de las bolsas en países emergentes se debe a salida de capitales. La pregunta que quiere formular es a qué responde esa situación. Si se trata de una mayor aversión al riesgo hacia los países emergentes, o hay una recomposición de los portafolios hacia renta fija. Señala que el punto no es menor para entender qué es lo que está pasando. Entiende que la renta fija en los países en desarrollo es bastante escasa, ya que como han estado durante largos períodos con situaciones holgadas en materia fiscal, en general hay escasez, y si quisiesen recomponerse los portafolios de los inversionistas, la renta variable y la renta fija necesariamente tienen que salir del mundo emergente. Señala que hay pocas posibilidades de invertir, y que entonces hay que tener cuidado con la explicación que se formula y ver qué es exactamente lo que está pasando.

El Gerente de Análisis Internacional comenta que se trata un poco de las dos cosas. Señala que hay una recomposición de portafolio en un escenario de mayor incertidumbre. Menciona que se ha visto esto en otras oportunidades donde los inversionistas buscan instrumentos seguros, particularmente Bonos del Tesoro de Estados Unidos, y eliminan en ese contexto inversiones en las economías emergentes. Simultáneamente y producto tal vez de ese mismo fenómeno, la percepción respecto a riesgos de las economías emergentes es algo mayor, en un contexto de más turbulencia en los mercados financieros. De hecho, el CDS ha tenido un aumento relativamente significativo durante el último mes, lo que lleva a ser un poco más cautos. Comenta que se atrevería a decir que durante este mes en particular se ha visto, como un elemento a destacar, una percepción de riesgo mayor de parte de los inversionistas.

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

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto señala que la inflación de junio nuevamente tuvo un incremento significativo, con alzas relevantes en los precios de alimentos y combustibles, alcanzando una variación mensual de 1,5% en el caso del IPC y de 0,8% y 0,5% en los casos del IPCX e IPCX1, respectivamente. Agrega que en términos anuales, también se registraron incrementos en sus variaciones, alcanzando niveles de 9,5%; 8,7% y 8,4% para el IPC, IPCX e IPCX1, respectivamente. Las velocidades

trimestrales del IPC e IPCX1 aumentaron respecto del mes anterior, mientras que la del IPCX disminuyó levemente. Los indicadores de inflación subyacente continúan mostrando tasas elevadas, presentando mayores crecimientos anuales que en el mes previo. La media podada por artículos (MPA) pasó de 6,1% a 6,4% en doce meses, mientras la que poda los componentes más volátiles (TMVC) aumentó de 4,0% a 4,1%. Asimismo, tanto la medida de IPC que excluye alimentos y energía como la del IPCX1 sin alimentos, registraron aumentos en su crecimiento anual, anotando 4,7% y 4,5% respectivamente, (4,4% y 4,3% el mes pasado).

Menciona el señor Soto que, respecto de lo proyectado en la Reunión de Política Monetaria de junio, el IPC y el IPCX registraron variaciones mensuales por sobre lo previsto, mientras que el IPCX1 estuvo en línea con lo anticipado. Esto obedece a aumentos de precios generalizados en varios grupos. El error de proyección de junio —que se suma al incremento que la inflación tuvo el mes anterior— y la corrección al alza del escenario de corto plazo, llevan a que el panorama de inflación se aleje del escenario base de mayo, con lo que la convergencia de la inflación a 3% podría tener un rezago mayor al previsto en el último *IPoM*. La velocidad a la que se dará esta convergencia es difícil de estimar sin una revisión completa del escenario base de proyección.

Comenta el expositor en cuanto a los costos, que en mayo los salarios nominales registraron un aumento en sus tasas de crecimiento anual, las que se ubican en rangos entre 7,2% y 8,9%, dependiendo de la medición que se considere. Se sigue estimando que su evolución es acorde con las cláusulas habituales de indexación. Las medidas de CLU, por su parte, registraron en mayo un aumento en la tasa de crecimiento anual, respecto del mes anterior, atribuido principalmente a una disminución en la tasa de variación de la medida de productividad.

Señala el señor Soto que, en este contexto de mayores niveles de inflación, tipo de cambio y precio internacional del petróleo, y pese al incremento de la Tasa de Política Monetaria en la Reunión pasada superior a lo esperado, las expectativas de inflación siguieron aumentando. Menciona también que la encuesta realizada a las mesas de dinero indica que la inflación esperada a 12 meses alcanzará a 6,9% anual (5,50% en junio), mientras que la esperada a 24 meses es de 5,25% (4,50% en junio). La Encuesta de Expectativas Económicas (EEE), a su vez, indica que la inflación esperada a un año es un punto porcentual superior a la esperada el mes pasado, alcanzando a 5,5%, mientras a dos años anticipa una inflación de 3,8% (0,3 puntos porcentuales sobre la esperada en junio). Respecto de las expectativas que se extraen del IPEC, el porcentaje de personas que responde que la inflación en los próximos doce meses subirá "mucho" se mantiene elevado por sobre 70%. En tanto, las expectativas de inflación anual que se extraen del IMCE para el sector comercio pasaron entre mayo y junio desde un nivel promedio de 5,52% a 5,94%, mientras las de la industria lo hicieron desde 5,92% a 6,33%. Esto, junto con el incremento que han experimentado los costos esperados, tiene un correlato en la información casuística recogida en regiones, donde la principal preocupación es el costo de la energía y de la mano de obra, y en que una gran mayoría de los encuestados en distintos sectores económicos opinan que la inflación superará el 4% en los próximos dos años. Esto indica que, más allá del incremento en las primas por riesgo que se ha verificado con anterioridad, las compensaciones inflacionarias están dando cuenta de un escenario de inflación claramente mayor al antes previsto. Así, las compensaciones experimentaron aumentos superiores a 80 puntos base comparadas con sus niveles al cierre de la Reunión anterior: la 1 en 1 se ubica en 5,8%, mientras la 3 en 2 y la 5 en 5 se encuentran en 4,8 y 4,5%, respectivamente.

Indica el señor Soto que las tasas de interés de los documentos nominales del Banco Central de Chile, registraron significativos incrementos durante el último mes, siendo las más afectadas las de menor plazo (120 puntos base en los BCP a 2 años). Por su parte, las tasas de los documentos indexados a la UF, aunque con alta volatilidad en el mes, asociada a las noticias de incremento de la Tasa de Política Monetaria y de inflación de junio, se ubican en niveles muy similares a los vigentes para la Reunión anterior y a su promedio del último año.

Menciona el expositor que durante el mes de mayo la actividad tuvo un descenso en su tasa de crecimiento anual. El Imacec aumentó 2,1% (2,9% al considerar el efecto calendario) y sigue mostrando el patrón de un mayor dinamismo en no transables y uno menor en Industria y Minería. Por su parte, en Industria se observó un bajo desempeño con caídas puntuales en algunas ramas de producción, mientras en Minería se dio una menor producción tanto de cobre como de molibdeno. Señala que destacó también la menor caída que mostró la actividad de Electricidad, Gas y Agua (-12% comparado con -20% promedio en marzo y abril), lo que está en línea con el mayor aporte hídrico en la generación eléctrica. En Comercio, si bien los datos del mes dieron cuenta de un bajo dinamismo del sector, la comercialización de maquinarias y equipos sigue creciendo a tasas relevantes, en línea con la evolución de las importaciones de bienes de capital. Esta información es, en todo caso, acorde con el rango de proyección para el PIB del 2008 de 4% a 5%, con sesgo a la baja, considerado en el *IPoM* de mayo, mostrando los vaivenes propios de la información que se recibe mes a mes.

Por el lado de la demanda, indica el expositor que los indicadores de consumo privado muestran que este ítem se desacelera menos que lo previsto en el último *IPoM*, especialmente en su componente durable, mientras el componente habitual estuvo en línea con lo esperado. La evolución de las importaciones de consumo sigue creciendo a tasas relevantes, especialmente su componente durable (automóviles, artículos electrónicos, celulares, etc.). Sin embargo, las expectativas de los consumidores continuaron deteriorándose, alcanzando su nivel más bajo desde septiembre del 2001 (33,4%). Respecto de las condiciones financieras, con datos preliminares, se estima que en junio la tasa de crecimiento anual de las colocaciones a personas se redujo. Ello principalmente por la desaceleración de las colocaciones de consumo —que alcanzan la menor tasa de variación nominal anual en los últimos 6 años—, y en este mes de una leve caída en el stock de las colocaciones de vivienda. En relación a los agregados monetarios, menciona que se observa una tasa de crecimiento anual del dinero M1 similar a la del mes pasado (12,6%). Señala que las cifras del mercado laboral son las que principalmente apoyan la evolución del consumo. Los registros del trimestre móvil marzo-mayo siguen sin mostrar cambios sustanciales respecto de la evaluación de las holguras de los últimos meses. Por su parte, indica que el empleo continúa creciendo a tasas anuales del orden de 2,5%, con una composición en que el empleo asalariado crece con fuerza (por sobre 5% anual) y el empleo por cuenta propia sigue cayendo en términos anuales. La fuerza de trabajo sigue aumentando a tasas de entre 3,5% a 4% anual, mientras la tasa de desempleo, eliminada estacionalidad, se ha mantenido en 7,8% en los últimos tres trimestres móviles.

Por su parte, señala el señor Gerente de Análisis Macroeconómico que la Inversión siguió con un panorama auspicioso del ítem maquinaria y equipos, sustentado en importaciones de bienes de capital que superan US$ 2.800 millones en el segundo trimestre. Esto se ha dado incluso en un contexto en que las bolsas se han ajustado de manera significativa. La bolsa local, medida a través del IPSA, disminuyó 7,0% en el último mes, con caídas generalizadas en todos los sectores. En dólares, la caída fue de 10,7%, dando cuenta de un desempeño similar al del promedio de las bolsas mundiales y latinoamericanas. En

términos de colocaciones de empresas, se observa una mantención de la variación nominal anual en 21% en lo que va del año.

Menciona el expositor que respecto de las paridades de monedas, comparados los niveles al cierre del informe con los vigentes al momento de la Reunión de junio, el peso continuó depreciándose (5,5%), variación que era mayor previo a la publicación de los datos del IPC de junio. A su vez, en igual lapso, los índices multilaterales TCM y TCM-5 se depreciaron en una magnitud similar, mientras el TCM-X se depreció 4,4%. En cuanto al tipo de cambio real (TCR), se estima que promedió 95,4 en junio (en su medida 1986=100), y considerando los valores spot al cierre del informe alcanzaría a 98,3 en julio.

Señala el señor Soto, que bajo este escenario de mayores perspectivas de inflación en el mediano plazo, las expectativas de mercado respecto de la Tasa de Política Monetaria que se derivan de los precios de los activos financieros y de las encuestas apuntan a que se registrarán nuevas alzas en el horizonte de proyección. Así, las tasas *swap* anticipan un incremento de la Tasa de Política Monetaria de al menos 50 puntos base de aquí a tres meses, alcanzando a 7,75% a comienzos del año 2009 y registrando un nuevo aumento de 25 puntos base a mediados de ese año. A su vez, la Encuesta de Expectativa Económica prevé que se registrará un alza de la Tasa de Política Monetaria de 50 puntos base en esta Reunión, de otros 25 puntos base en la Reunión de agosto o septiembre, para finalizar el 2008 en 7,75% y volver a 7% a fines del 2009. En tanto, las expectativas que se deducen de la curva *forward* anticipan un aumento de la Tasa de Política Monetaria del orden de 100 puntos base de aquí a tres meses, alcanzando a 8,25% en el primer trimestre del 2009.

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

En relación a la información proporcionada por el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto sobre el débil desempeño de la actividad y crecimiento, especialmente la situación de Enap, en que se produjo una caída de la producción de un 20%, el Vicepresidente señor Jorge Desormeaux consulta las razones de esa baja de producción.

El señor Soto señala que se han recibido algunos comentarios que dicha situación se habría producido por la paralización de algunas plantas de producción que se encuentran en reparación, incluyendo un incendio que habría afectado a alguna de ellas. Asimismo, señala que de lo que sí hay certeza es que se ha producido algún incumplimiento en los planes de producción, que implicaban una caída de solamente un 0,4%.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco menciona que Enap, por razones obvias, ha subido mucho su nivel de actividad en el último año y medio, y que también está prestando labores que antes no realizaba. Además indica que Enap está almacenando y exportando más, distribuyendo mayor cantidad de diesel a las empresas eléctricas de lo que era históricamente y, por consiguiente, está operando bastante al límite. Agrega que, en consecuencia, cuando se está funcionando de esta manera basta que se paralicen algunos camiones destinados para ese efecto, para que se produzca un impacto muy importante en la producción. Lo mismo sucede en el caso del cobre.

El Gerente de División señor Pablo García, sobre el mismo tema, señala que otro argumento para explicar esta situación es la tecnología de producción. En efecto, menciona que si se extrae petróleo y se procesa en proporciones fijas, se produce cierta cantidad determinada de gasolina, diesel, u otro, pero efectivamente, como menciona el señor Ministro, Enap ha participado en negocios un poco distintos de importación y distribución de diesel a gran

escala, lo que es muy difícil de realizar, importando la cantidad equivalente de petróleo porque quedarían con un *sobrestock* de los otros derivados del petróleo. Por consiguiente, han decidido dedicarse directamente al negocio del *retail* de distribución y no al negocio central de producción o de refinación de combustible.

El señor Soto comenta que en el sector fiscal se aprecia una caída importante en los ingresos presupuestarios, debido fundamentalmente a lo que está sucediendo con los ingresos provenientes de la minería, lo que trajo consigo una fuerte caída en la recaudación de impuestos de ese sector en la última Operación Renta.

Con respecto a dicha afirmación, el Ministro señor Andrés Velasco señala que hay varios aspectos a considerar en esos datos. El primero de ellos se refiere a la Operación Renta, ya que si se compara el mes de mayo con el mismo mes del año anterior, se presenta una asimetría que en alguna medida tiene una explicación obvia. Esto es, que la Operación Renta del año anterior fue extraordinariamente positiva, toda vez que al subir el precio del cobre más allá de lo que las empresas esperaban, no efectuaron los pagos provisorios mensuales que correspondía hacer con anticipación y, en consecuencia, al llegar los plazos correspondientes tuvieron que realizarlos, lo que produjo una Operación Renta bastante positiva, lo que no había ocurrido en muchos años. Agrega que la Operación Renta de este año, en contraste, ya incluía pagos provisorios mensuales mayores y, por lo tanto fue negativa. Señala el señor Ministro que, el segundo aspecto a considerar es la subida de los costos, en especial los energéticos. El tercer aspecto a considerar es si la apreciación se efectúa en dólares o en pesos, porque produce un efecto cambiario no menor. Por consiguiente, indica que se añade a lo anterior, la provisión de los pagos, el aspecto de costos energéticos y la apreciación del dólar, y puede afirmarse que lo sucedido con la Operación Renta no resulta demasiado sorprendente.

Por otra parte, menciona el señor Ministro que respecto al gasto fiscal es muy importante observar la base de comparación y, en especial, con la ejecución del gasto actual con lo sucedido el año pasado, puesto que la ejecución de este año, en todas las dimensiones, en inversión, pero también en no inversión, ha sido muy anticipada, y por lo tanto, el dato revelador respecto de la evolución del gasto tiene que ver con ambas cosas y, en tal virtud, la ejecución este año es mucho más elevada que la del año anterior.

El señor Soto señala que en cuanto al tema de las tasas de crecimiento del gasto fiscal, se considera que debería haber una caída de éste hacia el cuarto trimestre del año. Comenta que, en su opinión, parte del gasto fiscal vía subsidios y transferencias en general, debería producir un impacto en el ingreso disponible de las personas y, por esa vía afectaría al consumo. Agrega que se observa que la evolución del ingreso privado disponible, sin incluir las transferencias y la evolución de estas últimas, efectivamente ha sido bastante contracíclica.

El Presidente señor José De Gregorio menciona que las transferencias son contracíclicas, pero respecto del ingreso se observa que con o sin ellas están cayendo y que el consumo también cae algo.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Soto señala que existen dos aspectos a considerar. El primero, es lo que podría suceder con el consumo, atendida la evolución del ingreso privado disponible y, en segundo término, la razón de por qué se presenta esta caída tan importante, la que se debe fundamentalmente al *shock* inflacionario. Agrega, que si se hubiese supuesto una inflación de 3% hacia futuro, la evolución del ingreso privado disponible no tendría la caída que se observa.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García menciona que dicha desaceleración del ingreso privado disponible es también coherente con lo que se observa en los salarios reales, que en términos de crecimiento en doce meses han bajado fuertemente su expansión y en alguna medida incluso, son negativos.

El señor Ministro de Hacienda señala que con respecto al tema antes referido, desea entregar un dato importante para conocimiento del Consejo y que tiene bastante que ver con el análisis que se ha efectuado respecto del gasto y de cuál es el impacto de la inflación en el ingreso disponible. Menciona el señor Ministro, que entre los días lunes y martes de la próxima semana, dependiendo de la citación que efectúe el Presidente de la Comisión de Hacienda del Senado, se entregarán por parte de su Ministerio las proyecciones presupuestarias para el resto del año y agrega que en la actualidad se está haciendo el cierre de dicho proceso, pero le parece importante dar a conocer al Consejo que el dato del crecimiento real de gasto contra gasto, que está proyectando al cierre de 2008 no será mayor de un 6,9%, cifra bastante menor de lo que estaba en el presupuesto real y de los comentarios que han entregado los titulares de algunos diarios.

Comenta también que la razón de esta cifra obedece a su gasto nominalizado. Primero, se produce un gran efecto inflacionario; en segundo lugar, se ha estado trabajando para contener en lo que resta del año el crecimiento del gasto nominal, y tercero, la importancia de la base de comparación correcta. En este aspecto, señala que si se toma la base de comparación correcta, que es gasto ejecutado contra la proyección de gasto ejecutado, se hace el ejercicio inflacionario que corresponde y se corrige por tipo de cambio, la proyección es un crecimiento del gasto real algo menor a 7%. Menciona que al conocerse la información antes señalada cambiarán los términos del debate que se está llevando a cabo.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux consulta al señor Ministro si cuando se refiere al numerador del gasto fiscal nominal podría significar el consumo de Gobierno o el total del gasto.

El señor Ministro de Hacienda señala que se trata del gasto total que incluye una proyección del gasto adicional por el FEPCO. Además, añade que cuando se obtuvo del Congreso la autorización para el aporte adicional a dicho Fondo, hace un mes atrás, con el propósito de una mayor transparencia, se modificó la regla del Fondo anterior al actual, en el sentido que los neteos de todos los aportes de la estabilización de los combustibles, ya sea por ENAP o por FEPCO, el primero de ellos hace la parte que le corresponde y el FEPCO la que se refiere a los privados, y todo ello se consigna el mismo mes. Por lo tanto, las proyecciones para el segundo semestre del año incluyen la totalidad de los aportes.

Comenta también que la estimación está efectuada con precios del petróleo, esencialmente lo que muestran los futuros, es decir, constantes o levemente delineantes en dólares nominales.

El Gerente de División Estudios señor Pablo Garcia comenta que, conforme a lo señalado por el señor Ministro, en el segundo semestre de este año el crecimiento del gasto fiscal seria de alrededor de un 4%.

El señor Ministro de Hacienda confirma el comentario del señor García en el sentido que el perfil del gasto de este año será muy distinto al tradicional, ya que se suman ambas cosas. Primero, que este año se gastó más en un comienzo, más que en los años anteriores y, por lo tanto, el perfil del numerador es diferente. Por otra parte, señala que la inflación va al alza y, en consecuencia, también el perfil del denominador es diferente. Por lo tanto, sumando ambas cosas se obtiene un gasto real en el primer trimestre del año mayor que el gasto real del segundo trimestre, lo que resulta coherente con la conclusión que ha indicado el Gerente de División Estudios señor Pablo García.

Agrega el señor Ministro que en atención a lo que acaba de señalar, le parece importante cerciorarse que las cifras con que cuenta el Banco Central de Chile, respecto al consumo del Gobierno y al gasto total, sean las mismas que tiene el Ministerio.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto señala que en esta presentación no se cuenta con dicha información. Sin embargo, se ha discutido internamente y podría suceder que el dato del Banco estuviese sobreestimado, ya que la información corresponde a una sobreejecución en los primeros meses que se tiene que ajustar hacia el segundo semestre.

En relación a la información entregada por el Gerente de Análisis Macroeconómico, respecto a la desaceleración hacia el tercer trimestre del PIB, fundamentalmente originado en los sectores resto, el Gerente de División Estudios señor Pablo García comenta que, respecto a este tema, es necesario tener en consideración que el dato más importante corresponde al segundo trimestre, al cual le falta agregar solamente un mes y en donde la velocidad del PIB y el PIB resto resultan bastante elevadas. En consecuencia, lo que se está proyectando es que se producirá una aceleración hacia el tercer trimestre. Agrega que para lo anterior, existen dos lecturas, la primera, que incluso con desaceleración en el tercer trimestre el crecimiento estaría cercano al 5,5% y probablemente sería algo similar también hacia el cuarto trimestre. Por lo tanto, indica que en esa situación, con un escenario con una desaceleración relativamente fuerte hacia el tercer trimestre, las proyecciones de crecimiento del *IPoM* para el año, todavía son válidas, aunque podrían cambiar en el futuro.

En relación al comentario del Gerente de Análisis Macroeconómico respecto del mercado laboral, la pérdida de dinamismo del empleo y la mantención del desempleo, el señor Ministro de Hacienda señala que no tiene una explicación respecto del cambio tan sostenido en la composición del empleo, entre asalariado y no asalariado. Agrega, que cada vez que existe información respecto del empleo, se observa que el asalariado crece fuertemente, pero también cree que cabe preguntarse si ese cambio es consistente, en línea con la situación de Chile, es decir si se trata de una información comprobada. Indica que una hipótesis es que esta situación no tiene que ver con el cambio de la composición entre asalariados y no asalariados sino que en la modificación de la composición entre sectores. Señala que sería conveniente que se analice esta situación con mayor detención.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Soto señala que hay un tema de composición por categoría ocupacional. El señor Ministro de Hacienda, indica que la Ley de Subcontratación no previó que se produciría un impacto en ese sentido de forma tan persistente, ya que esta ley se encuentra en ejecución por más de dos años.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García señala que si se analizan las estadísticas que prepara el INE, se aprecia que dentro de la categoría sector económico de servicios financieros, se encuentran los servicios a empresas que podrían asociarse a la subcontratación. Menciona que ese sector económico es difícilmente por cuenta propia, en consecuencia, si se produce un cambio en términos de la composición por la Ley de Subcontratación, debiera observarse en mayor medida entre asalariados de sector económico, más que en aquellos sectores que, en general, realizan labores por cuenta propia.

El Gerente señor Soto comenta que lo que se conoce de los salarios, es que en el margen están al alza y eso tiene como consecuencia que la caída de los salarios reales ha tenido una tendencia a detenerse, aunque en el margen siguen creciendo a tasas negativas. Asimismo, agrega que los costos laborales unitarios se mantienen elevados.

El Presidente señor José De Gregorio consulta si este mayor aumento significa que habrá más inflación o si se trata de un aumento razonable dada la trayectoria de inflación, ya que los salarios reales tienen una tendencia al alza.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García indica que el diagnóstico que se ha efectuado es que los salarios nominales se están moviendo de acuerdo a lo que ocurre con la inflación. Por otro lado, señala que si se quiere analizar si los costos laborales unitarios están en una dinámica que es coherente con la meta, habría que considerar algún grado de incertidumbre con la medida de productividad que se usa en la coyuntura para efectuar esta medición, y que no existe certeza si está o no en línea con la trayectoria inflacionaria. Agrega el señor García, que si estos datos se toman literalmente, sugieren inflaciones entre 4% y 8% por encima de la meta, dado que los salarios nominales están en torno a la dinámica inflacionaria. En consecuencia, le parece que la pregunta que habría que formularse es por qué la productividad está creciendo en forma tan baja y si existe algún fenómeno que está generando estas mayores presiones de precios. Sin embargo, estima que esa situación se produce en la medida que la productividad que se está considerando sea creíble, se interprete bien y se tenga certeza respecto de lo que ello implica. No obstante, agrega que si se quisiera efectuar una conclusión, tendría que ser más bien por el lado de la productividad que está creciendo poco y, por lo tanto, está aumentando costos, porque los salarios nominales se están reajustando más que la inflación pasada.

El señor Ministro indica que coincide con el comentario del señor García y por decirlo de otro modo, comenta que habría que formular una hipótesis de por qué el empleo total sigue creciendo tanto a tasas relativamente más altas que el PIB, porque ello no se explica solamente por el salario real, ya que éste comenzó a caer recientemente, pero el empleo, especialmente el formal, viene aumentando hace un año y medio.

En relación al comentario del expositor señor Claudio Soto, respecto de las sorpresas del aumento del IPC en el mes de junio que volvió a aumentar, el Consejero señor Sebastián Claro consulta qué porcentaje de los precios de frutas y verduras son márgenes e insumos intermedios distintos del básico, es decir, en qué medida los aumentos de precios de alimentos se reflejan efectivamente en el insumo fundamental, que podría asociarse más bien a un *shock* tradicional que a efectos de segunda vuelta. Agrega a su pregunta el señor Consejero, si en frutas y verduras se aplica la misma lógica o si está medido más en relación al insumo.

El Gerente señor Soto señala que en el caso de frutas y verduras, el efecto es más directo con lo que está pasando con la oferta, porque los márgenes claramente no son volátiles, sino que más estables y lo que sucede con la producción tiene una incidencia directa con lo que está pasando con los precios. Agrega que en este caso hay menos producción e inmediatamente se ve reflejado en precios, y estima que no se produce un ajuste de márgenes. Comenta también que existe bastante dispersión de precios entre supermercado y ferias, por lo tanto, es muy difícil establecer medidas de márgenes.

En relación a la dispersión de precios, el Consejero señor Manuel Marfán señala que hay efectos de segunda vuelta, asunto que estaba dentro de nuestras hipótesis. Agrega que lo que no se sabe es si son mayores o inferiores a los históricos, o sea, lo que se observa es la presencia de ese fenómeno, pero eso no demuestra que sea algo que no esté contenido dentro de nuestras proyecciones.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Soto comenta que hay algunas situaciones dentro de la proyección, que han sorprendido al alza y que es aquella parte que se podría considerar de segunda vuelta. Por ejemplo, aquélla relativa al transporte interurbano y aéreo, donde el aumento de las tarifas ha sido mayor de lo que se preveía.

El Asesor del Ministro de Hacienda señor Céspedes comenta que en el escenario actual de inflación, se espera que exista un efecto de segunda vuelta proporcional al *shock* inflacionario.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García manifiesta que una manera de responder los comentarios precedentes, es observar cómo se evalúa el cambio de las proyecciones hacia delante, respecto de las sorpresas que se han presentado y si habría una reacción rápida, considerando que sería más fácil la solución si se trata de un *shock* puntual, pero en cambio si se concluye que existe mayor inflación sobre todos los componentes más subyacentes, se podría sostener que hay una propagación que está siendo mayor a la que se consideró con anterioridad.

El Ministro señor Velasco señala que hay que tener cuidado con el comentario de que se trata de un efecto de segunda vuelta, ya que al menos existen dos elementos que son mecánicos. Uno tiene que ver obviamente con las cláusulas de indexación en los salarios, y que existen otros casos en los cuales la estructura de producción es lo suficientemente rígida, de modo que un cambio en el insumo se traduce automáticamente en una modificación en el precio del producto. Menciona el señor Ministro que a ninguna de esas situaciones le llamaría efectos de segunda vuelta, en el sentido que no responden a expectativas. Indica además, que el gran problema de la política monetaria se produce cuando el precio que se fija en un momento no responde a algo que sucedió, sino que a la expectativa de que el precio del competidor u otro precio en la economía, va a ser más alto en el futuro y por lo tanto, se anticipa a esa situación y se ingresa en una dinámica sin fundamento. Estima que esa situación sería estrictamente un efecto de segunda vuelta ante el cual habría que precaverse.

El Presidente señor De Gregorio señala que el lenguaje es algo complejo, pero le parece que lo que el Banco ha anunciado es que existirán efectos de segunda vuelta y también que existen efectos indeseados de segunda vuelta o de persistencia más duradera.

El señor Claudio Soto señala que se construyó un gráfico que incluye la matriz de los productos, los insumos relevantes para cada uno de ellos, las series de precios de energía, salarios y otros insumos, que corresponden aproximadamente al 20% de los alimentos que están en el IPC y que con esa información, se observa el inicio de los *shocks* de alimentos que se apreciaron a fines del año pasado y también indica que lo que muestra dicho gráfico es un aumento importante en el margen hacia el final, después de la ocurrencia de esos *shocks*. Agrega el señor Soto, que a su entender esta situación correspondería algo a efectos de segunda vuelta, es decir, una descompresión de márgenes, probablemente con un costo que sube hacia el futuro.

El Presidente señor José De Gregorio señala que esta situación podría estar influida por el crecimiento de la demanda. Menciona que como consecuencia que existe una demanda por venta, las personas siguen comprando, lo que difiere con el comentario formulado por el Gerente de Análisis Macroeconómico, en el sentido que en los supermercados se estaría comprando una menor cantidad de alimentos.

El señor Ministro de Hacienda señala que le preocupa que estén dadas las condiciones para que exista una expansión de márgenes generalizada, que es un aspecto clave de la macroeconomía. En consecuencia, menciona que habría que sacar conclusiones respecto de un conjunto de productos infinitamente más amplios que los considerados y que se conoce que se trata de productos que se han comportado anormalmente por razones externas, nacionales, climáticas y otras. Por tanto, el señor Ministro estima que, considerando que existe tanta anormalidad en estos precios, puesto que en el caso de los que son transables el factor externo ha aumentado y además, ha habido cambios en la oferta y otros, la pregunta que se hace es absolutamente clave. También le parece que para tener una respuesta, se requiere un conjunto más amplio de precios.

El Consejero señor Manuel Marfán comenta que para efectos del ejercicio sobre la inflación en 12 meses de frutas y verduras, en octubre pasado, si subieron 20% en ese período, lo que se debería esperar que si se corrige 100% el precio relativo, lo que sería un supuesto extremo, debería ser 20% menos la inflación de todo lo demás, o sea deberia corregirse un 13% hacia la baja, y en vez de corregirse 13% la inflación en doce meses sería cero, suponiendo que convergen en su precio relativo histórico. Indica el Consejero señor Marfán que lo que quiere señalar con este comentario, es que existe un riesgo por menor inflación si efectivamente se obtiene una buena cosecha de perecibles en el momento que se presente el impacto de los mayores precios del transporte, en los márgenes de supermercados y otros.

En relación al aumento de un 0,3% en los alimentos, el Gerente señor Claudio Soto señala que en ese aumento inciden dos elementos importantes. El primero de ellos, la sorpresa en el precio de los huevos, que ocurrió a mediados de mes y eso se transmite inmediatamente a la inflación del mes siguiente y agrega que se supone que aún se mantiene. Indica que el otro aspecto a considerar es el de los alimentos que se consumen fuera del hogar y que afecta a los salarios, lo que podría constituir un efecto de segunda vuelta.

El Gerente de División señor Pablo García señala que el ejercicio de proyección que se muestra se puede efectuar también con otros ejercicios, pero no a nivel de cada producto individual.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux señala que en el caso de los huevos, el principal insumo es el maiz y éste es el que ha subido más de todos los alimentos, de manera que estima que no resultaría difícil hacer un seguimiento de este producto.

El señor Ministro de Hacienda comenta que los efectos cambiarios de los márgenes pueden ser muy delicados, dependiendo de la proporción de insumos, del tipo de cambio y de la fecha de cierre en que se efectúen las mediciones. Agrega que para este efecto la matriz ayuda, pero no demasiado.

El Consejero señor Manuel Marfán, respecto a lo anterior menciona que la matriz para ese efecto ayuda, ya que precisamente se encuentran separados los insumos y los bienes importados de los que no lo son.

El señor Ministro de Hacienda comenta que, en todo caso, le parecería útil que se pudiera realizar el ejercicio que señala el Consejero señor Manuel Marfán y solamente está alertando que antes de ese ejercicio para ver coeficientes de ponderaciones, que vienen desde la matriz y que, ya está dado, habría que agregar dos temas. En primer lugar, si existe un elemento de juicio, ya que para aquellos componentes que son importados debe tenerse cuidado con el tipo de cambio que se utiliza. Indica en segundo lugar, que una ponderación de lo importado entre productos varía mucho el impacto del juicio que se aplica respecto del tipo de cambio, lo que en todo caso no invalida el ejercicio sino que sencillamente aleja la complejidad.

El Presidente señor José De Gregorio menciona que el ejercicio se hace más complejo cuando se observa que el petróleo y el trigo son fáciles de incluir, pero el resto de los insumos importados que tienen distinto origen, y con cambio de paridades, resulta más complejo, pero de todos modos le parece que con esa matriz sencilla se podrían invertir las matrices utilizando las tecnologías existentes.

El Gerente de Estudios señor Pablo García, en relación a la matriz solicitada por el Consejero señor Manuel Marfán, señala que si se observan los insumos que se consideran en el proceso analítico, que se puede discutir con algún grado de mayor detalle, la pregunta que se puede realizar presenta un aspecto académico con los niveles de inflación que se observan, en el sentido que esto consista en un *shock* adicional que se produjo en el último mes y eso explica que la proyección de inflación esté 200 puntos base por encima de lo que se apreciaba el mes pasado o bien que existan efectos de propagación que podrían afinarse aún más, pero no cree que el resultado de ese análisis sea de primer orden, atendida la magnitud del *shock* y las cifras de inflación que se están observando, versus otros ejercicios de proyección alternativos, que podrían realizarse y que suponen formas distintas, en el caso de un proceso inflacionario.

El Presidente señor José De Gregorio comenta que la pregunta que preocupa al Consejo desde hace bastante tiempo, es simplemente saber cuánto tiene de previsible el *shock* de alimentos que se ha producido, para conocer lo que ha estado sucediendo y que incluso tiene implicancia respecto de conocer si el horizonte es de dos años y también en orden a la capacidad con que se cuenta para controlar la inflación y la magnitud de la Tasa que se requiere para ello.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que se debería observar los aumentos de salarios nominales y que, asimismo, se requiere conocer si esos son elementos adicionales o normales y para eso se elaboró una formula con la que se efectúa la comparación. En consecuencia, cree que en estos efectos de segunda vuelta no basta con decir que existen, porque esa es la sensación que tiene, ya que el punto de fondo es si esos efectos de segunda vuelta son mayores o menores de lo que se debería haber supuesto. Agrega que cuando se comparan las proyecciones anteriores no se sabe si los efectos son de segunda vuelta o si éstos corresponden a nuevos *shocks*. Indica que con este comentario quiere señalar que se requiere tener un mejor diagnóstico acerca de cuánto es endógeno y cuánto no lo es, para lo cual le parece relevante hacer un ejercicio que estima es bastante simple de realizar, ya que se cuenta con los números necesarios.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que si no existen efectos de segunda vuelta indeseados y los aumentos que se observan en los precios resultan de la aplicación mecánica de la regla de indexación, eso no asegura necesariamente la convergencia de la inflación, lo que también tiene una implicancia de política monetaria. Por otra parte, menciona que si no existe un efecto de segunda vuelta indeseado, pero hay *shock* de precios que afecta a la inflación y eso genera toda una dinámica de indexación, de acuerdo a las reglas preestablecidas, igualmente se requeriría una respuesta de política monetaria.

El señor Ministro de Hacienda estima que lo señalado por el Consejero señor Claro es correcto. Sin embargo, cree que ese comentario requiere de un matiz, ya que la política monetaria actúa entre otras cosas, para prevenir el desanclaje de expectativas.

El Presidente, señor José De Gregorio, 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 Nº 125.

El Presidente señor José De Gregorio fija la Reunión de Política Monetaria de enero de 2009, para el jueves 8 de enero. Posteriormente, ofrece la palabra al Gerente de División Estudios señor Pablo García a fin de que presente las Opciones de Política Monetaria para esta Reunión.

El Gerente de División Estudios señala lo siguiente:

1. En la última Reunión de Política Monetaria, el Consejo acordó aumentar la Tasa de Interés de Política Monetaria en 50 puntos base, hasta 6,75% anual, dado el deterioro que había experimentado el panorama inflacionario y la necesidad de evitar una postergación indeseada de la convergencia de la inflación hacia el 3%. Se afirmó en esa ocasión que conducir la política monetaria de manera de reducir la elevada inflación actual hacia 3% en el horizonte de política, contribuye a mantener alineadas las expectativas privadas con la meta de inflación. Indica también que se excluyó la referencia a que estas expectativas estuvieran ancladas en la meta.

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

- En el ámbito internacional, los indicadores coyunturales siguen mostrando una situación de debilidad cíclica en las economías desarrolladas y la situación financiera internacional sigue siendo incierta. Este factor, no obstante ha continuado aumentando la preocupación respecto de la inflación mundial, ha determinado que las perspectivas de política monetaria en las principales economías sean algo menos *hawkish* que las percibidas el mes pasado, especialmente en el caso de la Zona Euro.

- Señala asimismo que el precio del petróleo y sus derivados volvió a subir, mostrando en el último par de días una reversión relevante y quedando en niveles ligeramente por encima de los del mes pasado. Agrega que los precios del conjunto de los productos básicos también han mostrado aumentos relevantes.

- Menciona que aunque el mercado leyó negativamente las últimas cifras nacionales de actividad y empleo, el crecimiento de abril estuvo dentro de lo previsto y no se modifican mayormente las perspectivas de crecimiento para el segundo y tercer trimestres. Se siguen esperando registros de crecimiento interanuales superiores a 5% para el segundo semestre.

- La inflación de junio sorprendió nuevamente al alza, lo cual aumenta el riesgo de que la inflación converja a la meta de forma más rezagada que lo contemplado en el *IPoM* de mayo si no se toman acciones paliativas. Señala que si bien parte importante del incremento de la inflación de junio y los meses anteriores es atribuible al aumento del precio internacional de los combustibles, una fracción de estos incrementos se puede imputar a la depreciación del peso durante el mes. Además, es probable que estos mayores costos estén incidiendo en los aumentos de otros precios internos, como los alimentos y las medidas subyacentes de inflación, induciendo una propagación mayor que la esperada.

- Indica que los mayores registros inflacionarios de mayo y junio llevan a corregir al alza en más de tres puntos porcentuales la proyección a diciembre del *IPoM*.

- Las expectativas de inflación han subido de forma marcada, lo mismo las perspectivas del mercado y de los analistas para la TPM en los próximos meses.

3. Comenta el señor García que los antecedentes sugieren la necesidad de ajustar nuevamente la Tasa de Política Monetaria en esta ocasión. Se estima, en todo caso, que un aumento de 25 puntos base es insuficiente dado el deteriorado panorama inflacionario. Un aumento de esa magnitud podría contemplarse si la información relativa a actividad y empleo, condiciones financieras internas, junto con las perspectivas para los precios internacionales y el crecimiento global, indicasen una disminución ad-portas, significativa y persistente de la inflación en Chile. La evaluación coyuntural no permite deducir que ello esté ocurriendo.

4. Por lo anterior, señala el señor Gerente de División Estudios que se considera que las opciones más plausibles para esta Reunión son aumentar la Tasa de Política Monetaria en 50 o en 75 puntos base.

5. Señala el Gerente de División Estudios que dada la magnitud de la desviación del panorama inflacionario, tanto respecto de lo contenido en el *IPoM* como de la meta misma, los criterios relevantes para ponderar una u otra opción, además de la eventual inclusión de un sesgo, son tres: (i) la magnitud del ajuste monetario requerido para que la inflación converja a 3% en los horizontes deseados; (ii) la temporalidad con la que este ajuste se desea implementar; (iii) la evaluación de la credibilidad del Banco, tanto respecto de su compromiso antiinflacionario como de su capacidad de lograr una reducción de la inflación.

6. El señor García indica que por ahora, se estima que la magnitud del ajuste monetario total supera con una elevada probabilidad una eventual decisión de alza de la Tasa de Política Monetaria de 50 puntos base en esta ocasión. Agrega que esto es congruente con los resultados de la Encuesta de Expectativas Económicas, donde incluso un tercio de las opiniones indican una Tasa de Política Monetaria en 8% o más a fin de año. Señala que los precios de activos financieros sugieren algo similar para el corto plazo, con niveles de la Tasa de Política Monetaria por encima de 8% para el segundo semestre del 2009. Estos antecedentes también indican que es posible que se requiera un ajuste acumulado de la Tasa de Política Monetaria incluso superior a 75 puntos base, dadas las actuales circunstancias. Los análisis realizados internamente, sin el detalle ni la profundidad del que se hace en las discusiones de los *IPoM*, van en la misma dirección.

7. Dado lo anterior, el señor García estima que es importante evaluar por qué no considerar dentro de las opciones un incremento incluso mayor de 75 puntos base. Por un lado, todavía hay grados relevantes de incertidumbre respecto de la dosis de ajuste monetario requerida. Por otro, un ajuste muy agresivo puede dar pie a interpretaciones de que el Banco Central de Chile tiene información más negativa de la que realmente divulga. Por último, menciona que los mecanismos de transmisión de la política monetaria pueden sufrir dislocaciones que amplifiquen insospechadamente el impacto de los ajustes en la Tasa de Política Monetaria si éstos son muy por sobre los habituales. Indica que estas consideraciones también entran, más mitigadas, en el balance de las opciones entre 50 y 75 puntos base en esta ocasión y en la discusión respecto de la temporalidad en la aplicación de los ajustes monetarios.

8. A partir de lo anterior, un ajuste de 50 puntos base en esta ocasión, con alta probabilidad requiere ser continuado en meses próximos con una o varias alzas adicionales, lo que sugiere incluir un sesgo en la comunicación de la decisión de hoy. Señala el señor Gerente de División Estudios que un ajuste de 75 puntos base disminuye, en ese sentido, la probabilidad de incluir un sesgo.

9. Finalmente, le parece que de forma trivial se puede argumentar que un ajuste de la Tasa de Política Monetaria más agresivo en esta ocasión apoya más la credibilidad del Banco Central de Chile, que un ajuste menor. Sin embargo, cree que es necesario tomar en cuenta que la comunicación global de la política monetaria requerida en las actuales circunstancias, incluyendo no solo la decisión misma sino también el tenor del comunicado y la eventual inclusión de un sesgo, es el elemento central a la hora de darle credibilidad a la política monetaria del Banco Central de Chile.

10. Hace presente el señor García que lo anterior incide en temas comunicacionales o tácticos que, como es habitual, se deben tomar en cuenta para ponderar de diversa forma las alternativas planteadas. El mercado anticipa de forma muy mayoritaria un ajuste al alza de la Tasa de Política Monetaria de 50 puntos base, por lo que un ajuste mayor podría ser sorpresivo. Sin embargo, se estima que la consideración táctica central está en si el Banco Central de Chile señala una dirección para ajustes futuros en la Tasa de Política Monetaria, los que, como se mencionó, están claramente internalizados por el mercado. En ese sentido, la ausencia de un sesgo en una decisión de alza de 50 puntos base sería probablemente leído como una política monetaria más blanda que la esperada. Esta eventualidad es menos probable en caso de que se decida excluir el sesgo en un aumento de la Tasa de Política Monetaria de 75 puntos base.

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

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán De Ramón manifiesta que, respecto a la decisión que debe tomar el Consejo en el día de hoy, hay tres aspectos que le parecen relevantes de considerar, todos ellos referidos al deterioro reciente en el panorama inflacionario.

En primer lugar, indica que la inflación anual medida desde julio de 2007 a junio de 2008 ha llegado a una cifra que bordea el 10%. Comenta que si bien ésta ha subido inicialmente por factores exógenos e incontrolables por el Banco Central de Chile, como los alimentos y el petróleo, también se ha incrementado por los efectos de segunda vuelta normales y probablemente también, por efectos de segunda vuelta indeseados, como se discutió en la mañana. Sin embargo, señala el señor De Ramón que en cualquiera de los tres casos, se requiere de una respuesta de política.

En segundo lugar, menciona que las expectativas de inflación se han deteriorado fuertemente desde la última Reunión de Política Monetaria, mostrando, a su juicio, un desanclaje si se toman en consideración los precios de los activos financieros y casi un desanclaje si se toma la Encuesta de Expectativas Económicas. En efecto, afirma que el mercado descuenta una inflación acumulada de casi 13% para el horizonte de política de dos años, es decir, un promedio de 6,5% para cada año, más del doble de la meta, esto considerando los activos financieros. Por otra parte, comenta que la Encuesta de Expectativas Económicas indica que la compensación 1 en 1 está cerca de 4%, en 3,8% exactamente.

En tercer lugar, indica que si bien el petróleo no ha continuado subiendo, hace presente que hoy subió 4% y está en US$ 141. Señala el señor De Ramón que le parece difícil pensar que la inflación va a ir a la baja en los próximos meses, incluso si es que el precio del petróleo finalmente cayera. Lo anterior, lo fundamenta en que además de la continuación de efectos de segunda vuelta tanto deseados como indeseados, hay también algunos precios de bienes que están contenidos o subsidiados que aún tienen inflación futura, en especial en el ítem transporte.

Considerando este deterioro, señala el señor De Ramón que la opción válida en esta Reunión de Política Monetaria es aumentar la Tasa en 50 puntos base o más. Indica que las opciones que presenta la Gerencia de División Estudios contemplan también ese orden de magnitud.

Comenta el señor Gerente de División Operaciones Financieras que discutir si la opción de subir 50 puntos base es mejor que 75 puntos base es, en esta ocasión, menos importante. Mucho más lo es el sesgo que se debe dar al Comunicado, el que a su juicio debe ser alcista, marcando la pauta de lo que va a hacer el Banco Central de Chile en los próximos meses.

En resumen, señala el Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán De Ramón, pensar más que en el nivel de alza en la Tasa de Política Monetaria, lo que importa es la consistencia en el control de la inflación por parte del Banco Central de Chile, durante los próximos tres o cuatro meses.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco manifiesta que comenzará su intervención, señalando que existe un problema inflacionario y que, cualquier afirmación respecto a la política debe partir de esa consideración. Indica que en la labor de controlar la inflación, el Fisco evidentemente hará su parte. Respecto a la política monetaria, señala que no cabe ninguna duda que corresponde una contracción de la misma por las distintas razones de segunda vuelta e indeseadas las que, a su juicio, aún no se materializan, pero que podrían producirse en el futuro.

Agrega el señor Ministro que no se debe perder el sano hábito que ha tenido el Consejo, o los que lo integran ocasionalmente, de realizar un balance de los riesgos y que no se debe perder de vista que así como hay riesgos inflacionarios importantes, también existen riesgos de la actividad que son importantes, especialmente en el plano internacional. Señala que lo anteriormente expuesto no es para descalificar la opción de un *tightning* de la política monetaria, sino que para tener claro el cuánto y el sesgo. Estima el señor Ministro que existe también un segundo riesgo, que siempre ha enfatizado en el Consejo del Banco Central de Chile y que le parece muy importante, y es que los cambios bruscos de expectativas del mercado y las encuestas respecto a lo que el Banco Central de Chile realizará, se transformen en una guía excesivamente poderosa respecto a las decisiones que toma este Consejo. Indica que ese peligro está siempre presente cuando la situación es normal, y se exacerba cuando es más complicada, porque las declaraciones destempladas, las presiones, los anuncios y las expectativas extremas se multiplican. Por lo expuesto, cree el señor Ministro que lo que hoy corresponde hacer es entregar una señal ciertamente a favor de la estabilidad, pero al mismo tiempo, dejar muy en claro que hay otros riesgos y esto implica a su juicio, primero, hacer un incremento de la Tasa de Política Monetaria no mayor a 50 puntos base; segundo, dado el balance de riesgos, cree que una opción neutral deja más posibilidades que una opción al alza, no porque el Banco Central de Chile vaya a bajar las tasas de interés en el futuro inmediato, sino sencillamente porque hay diversos riesgos que podrían materializarse, tanto a nivel nacional como internacional en materia de actividad; y tercero, porque estima que este es un buen momento para extremar el cuidado con que se comunique, sin decir con esto que se debe comunicar menos sino que por el contrario, respecto al raciocinio que se efectúa para tomar las decisiones en cuanto a las proyecciones que fundamentan esta decisión.

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

El Consejero señor Sebastián Claro agradece la presentación y el análisis de la Gerencia de División Estudios y señala que concuerda con lo expresado en la Minuta de Opciones.

Menciona que desde la última Reunión de Política Monetaria existen dos noticias particularmente relevantes a la hora de analizar y proyectar las futuras decisiones de Política Monetaria. La primera es el alto registro de la inflación de junio, lo que no representa una sorpresa significativa y no solo confirma que la trayectoria de inflación en los próximos meses será significativamente distinta a la proyectada en el *IPoM*, sino que también comienza a dar sustento a las hipótesis de alzas más generalizadas de precios distintos a los alimentos básicos, energía y combustible. Indica que obtener evidencia contundente de esto es difícil dada la volatilidad de los registros mensuales, pero piensa que toma fuerza la idea que el peso de la prueba está en mostrar la ausencia de efectos de segunda vuelta.

Sin embargo, el señor Consejero estima que la noticia más importante en el último mes es la abrupta y generalizada alza en expectativas de inflación a distintos plazos y en todas las medidas alternativas que normalmente se observan. Señala que las compensaciones inflacionarias se encuentran en niveles muy altos, así como también distintas encuestas a agentes económicos y considera que éste es el fenómeno más serio que se enfrenta en la actualidad. Manifiesta el Consejero señor Claro que el alza de la Tasa de Política Monetaria en 50 puntos base en la Reunión anterior, aunque fue bien recibida por el mercado, no logró evitar un fuerte empeoramiento de las expectativas de las perspectivas inflacionarias. Indica que las causas de ello son diversas. Señala que aunque las causas de la inflación son principalmente externas, no es correcto desde un punto de vista conceptual ni práctico, sugerir que el Banco Central de Chile no es capaz de afectarla. Manifiesta el Consejero señor Sebastián Claro que los eventos en el exterior constituyen un determinante importante de la inflación, especialmente cuando el tipo de cambio nominal no es capaz de aislar completamente las fluctuaciones de precios relativos y también cuando dichos eventos afectan los costos de la desinflación. Sin embargo, comenta el señor Consejero que la capacidad del Banco Central de Chile de controlar la inflación a mediano plazo sigue intacta. Señala que el aumento en las expectativas de inflación refleja, en parte, una idea que se ha ido generalizando, y es que los eventos externos impiden el control de la inflación por parte de este Banco Central de Chile. Indica el señor Consejero que las acciones y discursos deben dejar claro que el Banco Central de Chile mantiene la responsabilidad y la capacidad de determinar la inflación en el horizonte de política, aun en un contexto complejo.

Manifiesta que el esquema cambiario basado en metas de inflación descansa esencialmente en un ancla nominal difícil de observar y no directamente controlable por el Banco Central, como son las expectativas de inflación. Agrega que el evidente debilitamiento en el control de esta ancla constituye el riesgo más serio al cual se está enfrentado, principalmente, porque se desconoce la dinámica inflacionaria que se puede generar con un desanclaje más persistente en las expectativas. Asociado a esto, señala el Consejero señor Claro que existe el serio riesgo de sufrir un costo en reputación importante para el Banco Central de Chile y una percepción de debilidad en el compromiso antiinflacionario es lo único que puede afectar objetivamente el control de la inflación por nuestra parte, en el mediano plazo.

El Consejero señor Sebastián Claro indica que las dos opciones planteadas por la Gerencia de División Estudios son adecuadas para la decisión de hoy, pero cualquiera de éstas son insuficientes para retomar el control de las expectativas de inflación. Señala que su opción es por aprobar un aumento de 75 puntos base en esta Reunión. Indica que es evidente que la Tasa de Política Monetaria está rezagada respecto a su nivel, consistente con el del impulso monetario requerido, y que una muestra de ello es que se ha paralizado la captación de depósitos en UF a menos de un año por parte de la banca. Sin embargo, cree que en una

circunstancia como la actual, la unanimidad del Consejo es una señal valiosa para el mercado, por lo que estaría dispuesto a sumarse al resto del Consejo en caso que la decisión unánime sea subir 50 puntos base y se dé un claro sesgo al alza en el Comunicado.

Agrega el Consejero señor Sebastián Claro que no es posible, y en parte indeseado, comprometer decisiones concretas de política monetaria en las próximas Reuniones, más allá del compromiso del Consejo de tomar todas las acciones requeridas para llevar la inflación a la meta en el período comprometido. Sin embargo, indica que una simple reafirmación de este compromiso le parece insuficiente. En su opinión, el Comunicado debe ser explícito en mencionar que nuevas alzas en la Tasa de Política Monetaria serán necesarias en la medida que las expectativas de inflación continúen siendo superiores a la meta. Adicionalmente, y reiterando lo mencionado, señala que la comunicación con el mercado debe enfatizar que está intacta la vialidad de la política monetaria como medio para controlar la inflación.

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

Señala el señor Consejero que la principal noticia del último mes es el significativo deterioro del panorama inflacionario. En el frente externo, las condiciones reales y financieras no han cambiado mayormente. Agrega que las perspectivas de crecimiento apuntan siempre a un debilitamiento moderado durante este año y el próximo. Sin embargo, la amenaza proveniente de los altos precios de los recursos naturales se ha intensificado. Señala el señor Consejero que los mercados financieros siguen con un grado importante de tensión. El proceso de reconocimiento de pérdidas por parte de los bancos continúa y el desafío de recomponer las hojas de balance sigue vigente y los mercados se muestran sensibles a las nuevas noticias. Señala el Consejero señor Marshall que la principal fuente de preocupación en el mundo es la inflación, la que se relaciona directamente con la escalada alcista del precio del petróleo y de los recursos naturales en general, los cuales han subido nuevamente en el último mes. Indica que la inflación incluso ha desplazado a la crisis crediticia como foco principal de atención en los mercados financieros.

Comenta el Consejero señor Enrique Marshall que, en el frente interno, los mercados monetario y crediticio continúan en un proceso de ajuste más bien gradual. Si bien la percepción de los oferentes es que los riesgos de crédito han aumentado, las tasas de interés y el crecimiento de la actividad bancaria, por el momento, muestran ajustes bastante moderados.

Menciona que el peso ha experimentado fluctuaciones en el curso del mes, pero que se ha consolidado en un nivel que marca una significativa depreciación, respecto de lo observado en el primer trimestre.

Comenta el señor Consejero que el registro de IMACEC de mayo reafirma la debilidad en la evolución de la actividad real agregada, pero que más allá de fluctuaciones mensuales, se confirma el escenario de desaceleración visualizado en el último *IPoM*. Indica que la demanda se mantiene dinámica y su tasa de crecimiento supera en varios puntos porcentuales a la del producto, lo que se traduce en una expansión significativa de las importaciones y en una reducción de las holguras generadas en la cuenta corriente de la balanza de pagos, por la bonanza del cobre. Señala que los componentes de la demanda más sensibles al ciclo, como son la inversión y el consumo durable, son los que muestran las tasas de crecimiento más elevadas. Por otra parte, el empleo sigue mostrando dinamismo y apoyando la expansión del consumo, mientras la tasa de desocupación se mantiene estable.

Manifiesta el Consejero señor Enrique Marshall que en el último mes el panorama inflacionario experimentó un nuevo deterioro. El alto registro mensual de junio volvió a elevar la inflación anual, ubicándola en 9,5%, lo cual ha generado una marcada preocupación por la trayectoria futura de la inflación y su convergencia a la meta. Por su parte, el mercado ha reaccionado ajustando nuevamente sus expectativas de inflación, las que han alcanzado niveles muy altos, constituyéndose en una seria amenaza para la convergencia inflacionaria, más allá de las legítimas dudas o incertidumbres que pueden existir sobre la forma como se generan, sobre su medición estadística, o sobre la forma como entran en la dinámica inflacionaria. Señala el Consejero señor Enrique Marshall que este crudo diagnóstico se morigera, en alguna medida, al evaluar el proceso de propagación del *shock* inflacionario hacia otros precios y remuneraciones. En particular, la propagación hacia los salarios, que es crucial para evitar una espiral inflacionaria, se puede calificar hasta ahora como moderada. Sin embargo, indica el Consejero señor Marshall que el riesgo de una intensificación de estos efectos de segunda vuelta ha aumentado debido a la sucesión de alzas a lo largo del tiempo y al nivel ya alcanzado por la inflación.

Congruente con todos estos desarrollos, el Consejero señor Marshall señala que el mercado ha ajustado sus expectativas para la Tasa de Política Monetaria y espera que ésta suba en forma significativa respecto de su nivel actual. Agrega que el ajuste esperado, según la fuente de información utilizada, varía entre 100 y 125 puntos en lo que resta del año y se anticipa, al mismo tiempo, que parte importante de este incremento ocurra en esta Reunión. En suma, las noticias tanto externas como internas configuran, en su opinión, un cuadro macro con una inflación mucho más elevada y bastante más persistente que la visualizada con anterioridad y con riesgos bastante más altos para su trayectoria futura. Por todo ello, el Consejero señor Enrique Marshall estima que la decisión de política que corresponde es subir la tasa de interés, para acomodarla a este nuevo escenario y coincide con las opciones presentadas en la Minuta de Opciones presentada para esta Reunión. En estas circunstancias, indica que con holguras de capacidad muy limitadas o prácticamente nulas, con precios de los combustibles y de los alimentos que no aflojan, y con un peso significativamente depreciado respecto del nivel del primer trimestre, una reacción vigorosa de la política monetaria es crucial. Manifiesta que la magnitud del ajuste requerido y, en particular, su dosificación en el tiempo admiten cierta discusión, pero le parece, que un alza de 25 puntos debe ser descartada y que las opciones plausibles son las planteadas por la Minuta señalada. Indica el señor Consejero que, considerando que el mercado ha reaccionado con bastante fuerza a las noticias de inflación, le parece razonable un alza de 50 puntos base, que es la esperada mayoritariamente para esta Reunión. Con este movimiento, se tendrían dos alzas sucesivas que suman 100 puntos base, lo que constituye una reacción de política suficientemente contundente.

Manifiesta el Consejero señor Marshall que con una alta probabilidad, este incremento de 50 puntos base deberá ser seguido por otros en los próximos meses. Comenta que se podría plantear por qué no se efectuó un ajuste mayor o incluso todo el ajuste requerido en esta oportunidad, a lo que señala que no le parece prudente sorprender al mercado en esta oportunidad, ya que cierta dosificación del ajuste brinda espacio para que las decisiones de crédito y gasto puedan ser revisadas y ajustadas a la luz de las nuevas circunstancias, sin sobresaltos ni alteraciones indeseadas. Si ello ocurre, el accionar de la política monetaria se podría facilitar significativamente.

Congruente con ello, estima el Consejero señor Marshall que el Comunicado debería asumir un sesgo restrictivo, lo que complementaría muy bien la decisión de subir la tasa en 50 puntos base y reforzaría la credibilidad en la conducción de la política monetaria.

En suma, señala el Consejero señor Enrique Marshall que su voto es por subir la tasa de política monetaria hasta 7,25%.

El Consejero señor Manuel Marfán agradece como siempre el análisis del *staff*. Señala que, respecto de la Minuta de Opciones, hace suyo el listado de antecedentes relevantes a considerar desde la anterior Reunión de Política Monetaria que se contiene en el párrafo dos y añade como elementos relevantes adicionales, la percepción de una mayor vulnerabilidad financiera de la economía global respecto del mes anterior y, en lo interno, un aumento preocupante en el resultado de la encuesta de expectativas económicas para la inflación en 23 meses, tanto en su media como en su dispersión. Agrega que lo más relevante del conjunto de noticias señalado, más que la nueva sorpresa inflacionaria ya registrada, es la percepción que ésta no convergeria a su nivel meta en el plazo de dos años.

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

Señala el Consejero señor Marfán que le parece más creíble y más prudente mantener un ritmo de aumentos fuertes hoy, y de ser necesario también a futuro, hasta producir la convergencia deseada de las expectativas. Indica que solo a partir de allí los movimientos en la tasa podrán recuperar un ritmo de variación más normal.

Por las razones expuestas, el Consejero señor Manuel Marfán vota por un aumento en la tasa de 50 puntos base con un sesgo al alza en el Comunicado, y un mensaje que concentre la argumentación principalmente en el alineamiento de las expectativas.

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

Señala que la decisión de hoy se encuentra fuertemente influida por los desarrollos de los últimos 30 días, tanto en el plano externo como interno.

Indica el señor Vicepresidente que tal como ya observó la Gerencia de División Estudios, la economía internacional comenzó a mostrar un mayor grado de debilidad a partir del segundo trimestre. Sin embargo, en el plano externo la noticia más importante ha sido el fuerte incremento registrado por el precio del petróleo y de otros productos básicos, los que alcanzaron en varios casos, nuevos *records* históricos, sin perjuicio de que en los últimos días se ha advertido una reversión importante de estos mismos precios.

Comenta el señor Vicepresidente que las noticias más importantes se dieron en el plano interno, particularmente con los registros de inflación de junio, los que sorprendieron fuertemente al alza. Indica que esta sorpresa se relaciona, en primer lugar, con el aumento que registró el precio internacional de los combustibles, así como con la depreciación del tipo de cambio nominal, y, en segundo lugar, con aumentos superiores a los esperados en el rubro alimentos, pero no cabe duda que también tuvieron incidencia aumentos de precios resultantes de un grado de propagación inflacionaria superior al anticipado.

Señala el señor Vicepresidente que no cabe duda que después de los registros inflacionarios de mayo y junio, se está frente a un nuevo panorama inflacionario que se aleja del escenario base del *IPoM* de mayo y que podría dar lugar a una convergencia inflacionaria más lenta que la prevista en ese Informe. Esta nueva realidad le parece que se ha visto reflejada en proyecciones de inflación para diciembre de este año, que se encuentran más de 3 puntos porcentuales por encima de la proyección del *IPoM*.

Comenta el señor Vicepresidente que las diversas encuestas de expectativas de inflación reaccionaron frente a estas noticias con aumentos en la inflación prevista a 12 meses de al menos 1 punto porcentual. En tanto, las medidas de compensación inflacionaria se han elevado en algo más de 80 puntos base en relación a sus niveles de un mes atrás.

Por otra parte, indica que los costos laborales crecen a tasas que se estiman son acordes con las cláusulas habituales de indexación, pero que nada garantiza que ello se mantenga en el futuro, especialmente si se consolida una expectativa de lenta convergencia de la inflación a la meta.

Frente a esta realidad, el Vicepresidente señor Desormeaux coincide con la recomendación de la Gerencia de División Estudios, en el sentido que un aumento de 25 puntos base no resulta suficiente para hacer frente al deterioro que han experimentado las perspectivas de inflación y que las opciones de aumentar la Tasa de Política Monetaria en 50 o en 75 puntos base en esta Reunión, aparecen como las más apropiadas.

Menciona el señor Vicepresidente que aún cuando la trayectoria de la Tasa de Política Monetaria necesaria para asegurar la convergencia de la inflación a la meta luego de las sorpresas de mayo y junio no se conocerá hasta la elaboración del *IPoM* de septiembre, en agosto próximo, está claro que dicha convergencia requerirá de aumentos acumulados de dicha Tasa de más de 75 puntos base. De hecho, indica que el mercado espera aumentos acumulados de al menos 100 puntos base adicionales de aquí al segundo semestre de 2009.

Manifiesta el señor Vicepresidente que para optar entre ambas alternativas, se deben considerar los siguientes antecedentes: En primer lugar, el mercado espera en forma casi unánime, un alza de 50 puntos base, de lo que se desprende que un alza de 75 puntos base o más, podría ser evaluado como indicativo de que el Banco Central de Chile prevé un panorama inflacionario aún más negativo que el del mercado. En segundo lugar, el panorama externo sigue mostrando mucha incertidumbre, tanto en materia de actividad como en el plano financiero. Desde ese punto de vista, un ajuste muy "*front loaded*" podría resultar inconveniente. Por último, la potencia de la política monetaria no depende solo del nivel de la Tasa de Política Monetaria en un momento dado del tiempo, sino especialmente de la trayectoria futura que proyecte el mercado a partir de la información que entregue el Banco Central de Chile y de su capacidad para asegurar la convergencia inflacionaria. Por las razones expuestas, señala que su preferencia es por un alza de 50 puntos base en esta Reunión, la que debería ser seguida de

un Comunicado que presente con gran claridad el compromiso del Consejo de hacer lo que sea necesario para que la inflación converja a la meta en el horizonte de política. Del mismo modo, debe informarse que, para asegurar dicha convergencia, el Consejo estima que se requerirá de nuevos incrementos de la Tasa de Política Monetaria en el futuro.

En consecuencia, el Vicepresidente señor Jorge Desormeaux manifiesta que su voto es por un alza de la Tasa de Política Monetaria a 7,25% anual.

El Presidente señor José De Gregorio manifiesta que el escenario mundial sigue altamente incierto. Indica que no se pueden descartar diversos desarrollos de mayor desaceleración, de repercusiones más severas en las economías emergentes, pero por sobre todo, de nuevos aumentos del precio del petróleo. Por su parte, indica que la actividad interna está creciendo a los niveles esperados en nuestro último *IPoM*, y que a pesar de las incertidumbres, no hay antecedentes sólidos que indiquen un cambio sustantivo del actual panorama.

Menciona el Presidente señor De Gregorio que la noticia más importante y perturbadora es que por segundo mes consecutivo, se enfrenta una importante sorpresa en materia de inflación. Aunque en el último mes ésta se concentró de manera importante en combustibles, ya se comienzan a observar señales que podría haber, a los actuales niveles de tasas de interés, una persistencia mayor a la deseada e inconsistente con la convergencia de la inflación en un horizonte de dos años. Por lo tanto, en su opinión, este escenario requiere de una reducción del impulso monetario.

No obstante, comenta el señor Presidente que lo más preocupante de la actual coyuntura inflacionaria es el aumento de las expectativas de inflación a todos los horizontes y con diversas medidas. Señala que se ha argumentado, en reiteradas ocasiones, que las distintas medidas de compensación inflacionaria tienden a sobreestimar las verdaderas expectativas de inflación implícitas en las decisiones de precios y salarios. Indica que también se ha observado que la evolución de salarios es coherente con la convergencia de la inflación a la meta. No obstante, le parece que los niveles actuales de las expectativas, así como la dinámica de precios de algunos bienes no afectados directamente por los *shocks* de precios internacionales, son preocupantes y sugieren la necesidad de un ajuste de la Tasa de Política Monetaria.

Manifiesta el señor Presidente que no se pueden hacer descansar las proyecciones en supuestos optimistas. Agrega que para mitigar los significativos riesgos que se enfrentan hoy, se debe actuar considerando un escenario de deterioro inflacionario en el cual la evolución de las expectativas puede filtrarse a la formación de precios, con nefastas consecuencias sobre la evolución de la inflación. Indica que es importante que los salarios crezcan con moderación y que contemplen una caída futura de la inflación. Igualmente para los precios de bienes y servicios.

Asimismo, señala que las proyecciones de corto plazo de la inflación, al igual que las expectativas privadas, son mayores a las del último *IPoM*, y que por ello, es necesario prevenir que estos potenciales mayores registros perduren por un tiempo más allá de lo consistente con la meta de inflación.

Comenta el Presidente señor José De Gregorio que todo lo anterior sugiere subir la Tasa de Política Monetaria en al menos 50 puntos base. Más aún, las perspectivas macroeconómicas para los próximos meses sugieren que, con el propósito de contener los efectos de segunda vuelta indeseados, habrá que seguir subiendo la Tasa. Por lo tanto, el Comunicado debería ser con un sesgo al alza, para informar de manera transparente que eso es lo más probable que ocurra en los meses venideros. Señala el señor Presidente que subir 25 puntos base es absolutamente insuficiente, pues hoy es necesario, además de reducir el impulso monetario para que la inflación se contenga, dar una señal contundente de que el compromiso es que en un horizonte de 24 meses la inflación esté de vuelta en 3% y no más. Indica que no hacerlo podría provocar una riesgosa dinámica de expectativas que haría muy complejo el retorno de la inflación a su meta. Subirla en 75 puntos base, aunque no descartable, pudiera también entregar señales confusas. El señor Presidente cree que lo más importante hoy es indicar que en el futuro vendrán más alzas de tasas y que ellas ocurrirán, como es usual, evitando sobrerreacciones o extrema sintonía fina, especialmente en un escenario tan volátil como el actual. Finalmente, señala que se tendrá que analizar cuidadosamente la nueva información que se vaya acumulando, en especial del escenario externo, pero que es altamente improbable que ocurran eventos que eviten futuras alzas de tasas.

Por todo lo anterior, el Presidente señor José De Gregorio vota por subir la Tasa de Política Monetaria en 50 puntos base a 7,25%, con un sesgo al alza en el Comunicado.

El Presidente señor José De Gregorio consulta al Consejero señor Sebastián Claro si se suma a la votación de la mayoría de los Consejeros, en cuanto a subir la Tasa de Política Monetaria en 50 puntos base.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que tal como lo indicó al expresar su voto, se suma a la votación de los señores Consejeros, en el sentido de aumentar la Tasa de Política Monetaria en 50 puntos base, con un sesgo al alza en el Comunicado.

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

125-01-080710 – Tasa de Política Monetaria.

En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile, acordó aumentar la tasa de interés de Política Monetaria en 50 puntos base, hasta 7,25% 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 50 puntos base, hasta 7,25% anual.

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

En el ámbito externo, las perspectivas de actividad para las economías desarrolladas se mantienen débiles y los mercados financieros internacionales siguen tensionados. El precio del petróleo se ha mantenido elevado, mientras que los precios de la mayoría de los productos básicos han vuelto a aumentar. Las presiones inflacionarias en el mundo se han acentuado.

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

La inflación de junio superó significativamente lo anticipado, debido a nuevos aumentos en los precios de la energía y de los alimentos. Las medidas subyacentes de inflación y varias medidas de expectativas de inflación se han incrementado, lo que sugiere una propagación inflacionaria mayor que la prevista. La dinámica salarial sigue ajustada a patrones históricos.

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

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17.50 horas.

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Vicepresidente

JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Presidente

ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero

MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero

SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero

ANDRÉS VELASCO BRAÑES
Ministro de Hacienda

JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR
Ministro de Fe (S)

BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA Nº 126
celebrada el 14 de agosto de 2008

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

Ministro de Hacienda, don Andrés Velasco Brañes.

Asisten también:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria Nº 126.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

4

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

126-01-080814 – Tasa de Política Monetaria.

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

Comunicado

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

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

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

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

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

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

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

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Vicepresidente

JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Presidente

ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero

MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero

SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero

ANDRÉS VELASCO BRAÑES
Ministro de Hacienda

JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR
Ministro de Fe (S)

BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA Nº 127
celebrada el 4 de septiembre de 2008

En Santiago de Chile, a 4 de septiembre de 2008, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don José De Gregorio Rebeco y con la asistencia del Vicepresidente don Jorge Desormeaux Jiménez y de los Consejeros don Manuel Marfán Lewis, don Enrique Marshall Rivera y don Sebastián Claro Edwards.

Ministro de Hacienda, don Andrés Velasco Brañes.

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

El Presidente señor José De Gregorio comunica a los asistentes que la fecha de la Sesión de Política Monetaria correspondiente al mes de marzo de 2009, se dará a conocer en la reunión de la tarde.

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

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann informa que la destacada desaceleración de la actividad en la economía desarrollada se ve más marcada que lo previsto. Agrega que esta perspectiva sumada a renovadas tensiones en los mercados financieros ha llevado a caídas en las tasas de interés de largo plazo. Menciona también el señor Gerente que en las economías desarrolladas las Tasas de Política Monetaria se mantendrían sin cambios hasta fin de año, en tanto indica que en las economías emergentes se han observado algunos ajustes adicionales al alza en la Tasa de Política Monetaria. Destaca que el precio del petróleo ha retrocedido, especialmente, en la última semana frente a expectativas de menor demanda.

Con relación a indicadores de actividad en Estados Unidos de América, menciona el señor Gerente que últimamente sólo algunos han sido más relevantes, y que en general han sido mejor de lo anticipado, pero en línea con una desaceleración. Por su parte, señala el señor Lehmann que la Confianza de Consumidores fue mayor a la esperada, pero que sin embargo sigue en niveles históricamente bajos.

Asimismo, hace presente que la tasa de desempleo ha continuado subiendo e informa que en el día de hoy se conocieron las cifras del subsidio de desempleo, las que son negativas, en línea con el consumo del mercado, lo que indica que el mercado laboral continúa debilitándose; el mercado de viviendas continúa ajustándose y el ISM en general ha mostrado cifras más bien positivas. Agrega asimismo que en el caso del ISM no manufacturero éste se encuentra ligeramente sobre el nivel cincuenta y que en el caso del ISM manufacturero está prácticamente a nivel del *Pivot*. Menciona que lo anterior, está influenciado por el sector externo, debido a exportaciones que están creciendo a una tasa relativamente dinámica.

Por otro lado, indica el expositor que el consumo continúa débil como lo muestra la información sobre ventas minoristas que son negativas, excluyendo la de los automóviles que están en un nivel cero. En consecuencia, señala que el consumo en este contexto debería continuar desacelerándose. En el caso de la *Libor* del *Conference Board*, indicador que se comentó el mes pasado, durante este mes debiera mostrar una caida dando cuenta que la desaceleración en Estados Unidos de América continuaría, particularmente hacia el próximo año. Agrega el Gerente señor Lehmann que el ISM manufacturero mostró una ligera recuperación, sin embargo el ISM de exportaciones es básicamente el que está sosteniendo este componente en términos de expectativas. El ISM nuevas órdenes está ligeramente por debajo del nivel cincuenta lo que estaría asociado básicamente a órdenes desde el exterior. En cuanto a órdenes del mercado doméstico, ellas están bastante débiles, coherente con una desaceleración de la actividad.

Comenta el Gerente de Análisis Internacional señor Lehmann que se ha observado en las ventas de viviendas una tendencia muy negativa, y que la noticia positiva, en este sentido, es que pareciera que el ajuste en materia de ventas estaría estabilizándose.

Señala el expositor que en la Zona Euro continúa el deterioro de los indicadores. Por ejemplo, se aprecian cifras negativas en ventas minoristas, en la producción industrial, en el sentimiento económico y en el clima empresarial. Agrega que tal vez solamente en materia de exportaciones destacan cifras ligeramente positivas, pero en general el panorama económico para Europa se observa bastante negativo. Indica que de hecho, si se calcula la correlación que existe entre ese indicador de sentimiento económico y el PIB, efectivamente se apreciará hacia delante una desaceleración más marcada. Comenta además, que cuando muestre el gráfico sobre la trayectoria del PIB proyectada hará una referencia también a lo que hoy día manifestó el ECB al hacer referencia a lo que se espera en materia de crecimiento para este año y el próximo.

El Gerente de Análisis Internacional aclara que el Índice de Sentimiento Económico (ESI) básicamente recoge el sentimiento de los consumidores, de las empresas y también de los Gerentes de compras, es decir, constituye un conjunto bastante global para apreciar las percepciones del mercado.

Menciona el señor Lehmann que en la Zona Euro, el PMI manufacturero, en el caso de Alemania, Francia e Italia, todos ellos estuvieron por debajo del *pivot* de 50, dando cuenta entonces que la contracción de la economía europea continuaría. En lo que dice relación con Japón, los indicadores siguen manteniendo una percepción de debilidad. El PMI manufacturero, si bien fue algo mejor de lo que se anticipaba, fue bastante ligero y de hecho se

H

encuentra por debajo del *pivot* de 50. Por lo tanto, indica que sigue esperándose una contracción y la confianza de los consumidores continúa deteriorándose.

Por otra parte, agrega que en las trayectorias de crecimiento sobre la base de estos antecedentes, así como también lo que están previendo los bancos de inversiones, se está observando un 0,8% para la reunión de política monetaria de septiembre; una trayectoria de crecimiento particularmente para Estados Unidos de América por debajo de lo que se estaba observando en agosto pasado. Agrega que de todas maneras se está partiendo de un nivel más alto, a propósito de la revisión del PIB del segundo trimestre, que estuvo por sobre lo que se había registrado inicialmente.

En el caso de Europa y Japón se observa algo parecido a lo anteriormente señalado, es decir, una trayectoria por debajo de lo que se estaba anticipando, recogiendo fundamentalmente las visiones de bancos de inversión, así como también algunos ajustes efectuados a propósito de lo observado en los indicadores más recientes. Señala que esta situación lleva a revisiones al alza en el crecimiento de Estados Unidos de América de 1,4 a 1,6, fundamentalmente por la revisión del crecimiento del segundo trimestre. Hacia adelante se están observando menores crecimientos, que se reflejan con mayor fuerza hacia el año 2009, donde se observa un crecimiento del 1%. Comenta que en el día de hoy se ha dado a conocer un informe preliminar del *WEO*, que tiene incorporado un crecimiento para el año 2009 en Estados Unidos de América, información que tiene el carácter de confidencial, crecimiento para el año 2009 de 0,7%, bastante menor que el 1% estimado, sin embargo en el caso de la Zona Euro se aprecia un crecimiento en torno a 0,8% y en el caso de Japón en torno al 1%, que si bien está algo por sobre lo proyectado, claramente da cuenta de una corrección a la baja respecto de lo que el mercado de los bancos de inversiones preveían hace tan sólo un mes atrás.

Menciona el señor Gerente que en el caso de China no se han producido grandes cambios y está en línea con lo que se plantea. En términos generales para el año 2008 en que se observa un crecimiento equivalente más bien al que se proyectaba hace un mes, pero agrega que en términos de composición se encuentra asociado a un Estados Unidos de América algo mayor, exclusivamente derivado del crecimiento del segundo trimestre versus los crecimientos en Europa, Japón y marginalmente en las economías emergentes, por debajo de lo que se estaba anticipando, y que en el caso del año 2009, se está apreciando una décima menos de crecimiento fundamentalmente por corrección de crecimiento de las economías desarrolladas, claramente por debajo de lo que se estaba visualizando o previendo en el mes de mayo del año pasado, en el *IPoM* de ese mismo mes.

El Presidente señor José De Gregorio señala que si se observa el crecimiento, incluso las perspectivas para el próximo año y éste, constituyen un promedio de lo que fueron entre los años 2000 y 2005, en forma previa aun habiendo una recesión de Estados Unidos de América, entre medio.

El señor Lehmann manifiesta que efectivamente está muy en línea con el promedio de la década, y eso se debe fundamentalmente a lo que se está observando en las economías emergentes, ya que Estados Unidos de América tuvo un promedio de crecimiento más alto. Señala también el señor Lehmann que el G3 está muy por debajo, y América Latina está algo mejor, al igual que Asia.

El Presidente señor José De Gregorio, señala que en lo referido al crecimiento, no resulta evidente qué es lo que empuja su promedio, porque si bajan bastante Estados Unidos de América, la Zona Euro y Japón respecto al promedio 2000-2006, China, al igual que el resto de Asia en 2 décimas y América Latina han mostrado un mayor crecimiento.

El señor Gerente de Análisis Internacional, señor Lehmann continúa su exposición indicando que la inflación continúa aumentando en Estados Unidos de América, con un IPC de casi 6%, en línea con lo que se mostró el mes anterior, es decir en torno a 2,4%; precios de las exportaciones, excluyendo el petróleo, que está creciendo de manera importante, lo que da cuenta de un IPP que está demostrando un mayor crecimiento en Estados Unidos de América. Agrega que, sin embargo, se muestra en un par de gráficos una posición un poco más optimista, en el sentido que la inflación debiera caer, particularmente, en Estados Unidos de América. Señala el señor Lehmann que en un gráfico que se exhibe se aprecia lo que ha sucedido con el *PCE Core* y el precio del petróleo y es que el traspaso del precio del petróleo y el del combustible en general al indicador *Core* ha caído en Estados Unidos de América, algo que no necesariamente es cierto en toda la historia, al menos desde los 90 cuando se produjo un traspaso importante, además que también se observan traspasos que dan cuenta de una demanda interna bastante débil y por lo tanto, básicamente, es probable que los productores se estén consumiendo los márgenes. Agrega, que esto tiene sentido también respecto de la brecha de desempleos, ya que calculando una tasa de desempleo versus un *NAIRU* estimado, para Estados Unidos de América, se observa que existe una holgura en el mercado laboral bastante importante y que se observa una correlación negativa muy marcada entre el *PCE Core* y esta brecha en el mercado laboral por lo tanto observando su trayectoria, reafirmada con los datos más recientes en materia del subsidio de desempleo, ha aumentado en Estados Unidos de América y la expectativa que mañana se entregue el dato de mercado laboral en Estados Unidos de América y hay una destrucción adicional de empleo se debiera observar hacia los próximos trimestres una reducción gradual en esta cifra de inflación.

En el caso de la Zona Euro, señala el expositor que continúa el aumento de precios, pero sin embargo destaca que los datos *Core* también están relativamente acotados. En el caso de Japón, también se aprecian cifras de inflación en torno al 0%. Por otra parte, comenta el señor Lehmann que en el día de hoy el Banco Central Europeo dio cuenta de revisiones en sus proyecciones de crecimiento. Para el próximo año se proyecta un crecimiento de entre 0,6% y 1,2%; y continúa manifestando su preocupación por la inflación, pero a diferencia probablemente de otros comunicados, actualmente la percepción que hay es que el Banco Central Europeo manifestó mayor preocupación por el crecimiento en el margen, que por la inflación, aún cuando sigue señalando la necesidad de monitorear los datos de inflación por los efectos de segundo vuelta que podrían producirse a propósito de los IPP muy elevados.

Por otro lado, menciona el Gerente de Análisis Internacional señor Lehmann que en el gráfico a nivel global y por región se muestra que sigue aumentando la inflación, incluyendo Chile y además se exhibe, lo que están haciendo los bancos centrales en materia de política monetaria desde julio de 2007 a julio de 2008. En este último aspecto, se observa que los bancos centrales de la mayoría de las economías emergentes, han estado subiendo tasas de política monetaria. En las economías calificadas como desarrolladas existe algo más de dispersión, destacando especialmente la caída o la reducción de Tasa de Política Monetaria en Estados Unidos de América, también en Canadá y en el caso de Europa donde todavía siguen prevaleciendo las preocupaciones por la inflación que aumentó, manifestadas particularmente a principios de año. Agrega que en general se observa un alza de tasas en economía emergentes y tasas más bien bajas en el mundo desarrollado.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que hay un cuadro que podría exhibirse donde se describe cuál es la expectativa de aquí a fines de año, puesto que la situación ha ido cambiando, e indica también que es bastante claro que en los países de economías emergentes ha habido una tendencia de perspectiva de alzas, lo que hoy día no resulta claro, ya que varias economías se han disipado, y el panorama general resulta más complejo.

El señor Sergio Lehmann, continuando su comentario, señala que en términos de trayectoria de futuros de la Tasa de Política Monetaria, no hay cambios significativos respecto de sus mediciones. Sin embargo, se aprecia un ajuste hacia la baja, particularmente en Estados Unidos de América y en algún grado también en Japón. En este último país se ha ajustado la metodología de medición y se han revisado los premios por riesgo, pero no se producirán variaciones por este concepto.

En el caso de Europa, indica que básicamente ocurre lo mismo, pero lo que es interesante destacar es que en esta situación, para inicios de 2009 los mercados están anticipando un recorte de 25 puntos base, producto de la desaceleración de la economía. Asimismo, agrega que las tasas de interés a largo plazo caen en las economías desarrolladas, hay menores expectativas de crecimiento y en el margen un aumento en las tensiones de los mercados financieros.

Por otro lado, en materia de paridades se aprecia un dólar que continúa recuperando terreno. El dólar multilateral en la medida que baja da cuenta de una apreciación versus depreciaciones en el resto de las monedas, zona Euro y economías emergentes hacia arriba.

En cuanto al mercado financiero, el señor Lehmann señala que se observan aumentos adicionales con una percepción de mayor riesgo que afecta al sector financiero, que se refleja en los CDS para bancos de Estados Unidos de América y de Europa reunida en agencias. Adicionalmente, se incrementa la tensión en el mercado financiero de corto plazo.

Por otro lado, los premios *Libor* versus la Tasa de Política Monetaria han tendido aumentar y que los futuros de premios que se veían hace un mes atrás están por debajo y en el caso de Europa ocurre básicamente lo mismo, ya que y, después que han mostrado algún alivio importante han vuelto a subir.

Agrega el señor Lehmann que los premios por riesgos en ese contexto también han subido. Los premios por riesgos del *EMBI Global* que es bastante marginal, pero da cuenta justamente de un aumento y de una tendencia que en realidad se inicia a comienzos del 2007. Indica que las bolsas han tendido a caer tanto en las economías emergentes como en los mercados desarrollados.

Hace presente el señor Lehmann que respecto a los *commodities,* el precio del petróleo, como noticia importante durante la última semana, aún no ha presentado los impactos que eventualmente podría tener en materia de inflación y ha retrocedido. Agrega que otros *commodities*, sin embargo, muestran movimientos mixtos, en metales bastante estables, si bien el cobre ha tendido a caer si se compara con un mes atrás. Otros metales más bien han subido y, en materia de granos, ha habido un aumento significativo en el caso del arroz y del maíz, en tanto que el trigo ha mostrado una baja.

El Presidente señor José De Gregorio, complementando lo anterior indica que el petróleo cae 5% y la gasolina sube 5% y que el *crack spread* está ampliado.

El Gerente de Análisis Internacional señor Lehmann comenta que el *crack spread* se ha duplicado en torno a 8 dólares por barril hace un mes, y actualmente está en torno a 20 dólares por barril, lo que es transitorio debido fundamentalmente al huracán que afecta las plataformas y también las refinerías que están en el Golfo de México. Menciona que si se observan los futuros de *crack spread*, éstos se revierten muy rápidamente y eso debiera notarse en un plazo corto, ya que la gasolina se alivia con la evolución del precio del petróleo. Hace mención el señor Lehman que en la última Reunión de Política Monetaria se da cuenta que hay un mercado más aliviado, manteniéndose el precio del WTI multilateral que, corrigiendo

por la depreciación del dólar significa que la gasolina ha tendido a caer desde los *peaks* cuando el precio del petróleo estaba en torno a 140 dólares y tiene un ligero aumento en lo más reciente por efecto de la situación del huracán en el Golfo de México.

Respecto al cobre, señala el expositor que éste tuvo cierta volatilidad, pero que más bien cae respecto al cierre del mes anterior y eso también, asociado con un nivel de inventario que sigue subiendo. En el caso del arroz éste ha subido, el trigo presenta cierta volatilidad, la leche ha tendido a caer y también el maíz tiene cierta volatilidad, pero tiende a subir.

El señor Ministro de Hacienda consulta cuál es la explicación que está detrás del precio del arroz.

El Gerente señor Lehmann estima que una explicación tiene que ver con situaciones climáticas en la producción.

El Presidente señor José De Gregorio señala que el arroz es el único producto que no tiene mercado a futuro, que no tiene inversionistas en Chile como sucede con el maíz.

Respecto a las proyecciones, el señor Lehmann señala que se corrige a la baja la proyección para el año 2008, a propósito de lo que ha ocurrido más recientemente con el precio del cobre. Indica que para el próximo año hay una corrección algo más importante en que el petróleo también se corrige hacia la baja, información que se obtiene de los futuros, utilizando la metodología habitual; la gasolina se corrige también a la baja, no obstante el aumento más reciente, porque los futuros dan cuenta de una caída debido al aumento más bien transitorio de los *cracks spread*. Por su parte, no hay cambios significativos en materia de proyección para el caso del trigo, maíz y leche.

En materia de escenarios alternativos, señala el señor Lehmann que las eventuales caídas más importantes en la actividad está constituida por los principales productos básicos que en algunos episodios de recesión importante en los años 70 u 80, y también dentro de los 80 y los 90 y en el 2000, tratándose de los bienes agrícolas, tienen comportamientos muy heterogéneos y no hay posibilidades de sacar conclusiones muy sólidas porque responden más bien a situaciones climáticas. Por ejemplo a inicios de los 90 aumentan versus caídas muy importantes en el precio del petróleo, en el precio de los metales y a inicios de la década de 2000 la situación del precio del petróleo es muy significativa; en el caso de metales es baja porque parten de un nivel menor, pero simplemente para tener una idea respecto a los potenciales ajustes como se podría observar en precios de *commodities*, en cuanto a una desaceleración más marcada en la actividad mundial.

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

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto señala que la evolución de la inflación en el último año se ha caracterizado por un incremento sostenido no solo del IPC sino del conjunto de los indicadores de tendencia inflacionaria y de aquéllos que eliminan de su medición los precios más volátiles o mayormente afectados por los *shocks* externos. Agrega que los determinantes del incremento de la inflación anual tienen variados orígenes. Por el lado de las presiones de inflación importada, destaca el aumento del precio de los alimentos básicos y de los combustibles en los mercados internacionales. Menciona el señor Soto que, en el primer caso, este incremento ha incidido, al menos en una parte, en los precios internos de los alimentos, los que explican al mes de julio del 2008 alrededor de cuatro

puntos porcentuales de la inflación anual del IPC. Indica que la magnitud del traspaso del mayor precio del petróleo, en tanto, ha variado entre sus distintos derivados. Señala que en el precio de la gasolina, el impacto al costo para el consumidor ha sido atenuado por diversas medidas, entre ellas, la reducción de impuestos específicos y la inyección de recursos al Fondo de Estabilización del Precio de los Combustibles. De este modo, señala que mientras en los mercados internacionales el precio de la gasolina ha aumentado algo menos de 40% en el último año, el precio al consumidor en Chile ha subido algo más de 10%. Menciona que esta situación no se ha replicado en otros combustibles como el gas licuado y el kerosene, que han aumentado su incidencia en la inflación. Además, el petróleo diesel, pese a no tener incidencia en el IPC, pero sí importancia en los costos, muestra un incremento de precios internos comparable al del mercado externo. Así, de la inflación anual acumulada al mes de julio de 2008, cerca de un punto porcentual tiene su causa directa en el alza de los combustibles.

Por su parte, el Gerente de Análisis Macroeconómico menciona que el nivel del tipo de cambio nominal no es muy distinto del que se observaba hace un año, por lo que su efecto en la inflación importada en pesos es sustancialmente menor que el producido por la mayor inflación externa. Sin embargo, hace presente que desde el mes de abril a la fecha, la evolución de la paridad peso/dólar sí ha tenido mayor efecto en la inflación. Señala el señor Gerente que inmediatamente tras el anuncio del programa de compra de reservas por parte del Banco Central de Chile, la paridad aumentó entre $15 y $20. Agrega, que en conjunto con una serie de cambios respecto de la evaluación de la situación económica en las economías desarrolladas, vaivenes en el precio de las materias primas, en especial cobre y petróleo, y las noticias locales de inflación y actividad, la paridad siguió depreciándose, llegando a cotizarse entre $510 y $520 por dólar en las semanas previas al cierre estadístico de este *IPoM*, superando en cerca de 13% los niveles correspondientes al *IPoM* del mes de mayo. El Gerente señor Soto indica que en todo caso, es difícil asignar una parte significativa de este incremento al anuncio de intervención.

Asimismo, señala el expositor que destaca el incremento que muestra el costo de la energía a partir de mediados del año 2007, producido, en lo principal, por una combinación de escasez de recursos hídricos y gas natural y el aumento en el costo del petróleo diesel. Por su parte, el efecto directo de las mayores tarifas eléctricas en el IPC equivale a alrededor de un punto porcentual de la inflación anual acumulada al mes de julio. Menciona el señor Soto, que de acuerdo con los antecedentes disponibles hasta ahora, el incremento de los costos de la energía verificado en el primer semestre de 2008 —considerando el mayor costo de la electricidad y el petróleo— podría tener un impacto indirecto del orden de dos puntos porcentuales en la estructura de costos de la economía. Señala que de mantenerse los márgenes constantes, esto podría implicar un incremento en la inflación de igual magnitud. También puede contabilizarse el efecto que tuvieron las heladas del invierno pasado en los precios de las frutas y verduras frescas que, aunque ya lejano, aún incide en la inflación acumulada en doce meses y equivale a algo menos de medio punto porcentual del IPC acumulado al mes de julio.

Comenta el Gerente de Análisis Macroeconómico, que este conjunto de mayores presiones de costos, tanto internas como externas, en una economía con brechas menores a las estimadas previamente y una demanda interna que ha seguido creciendo con fuerza, pueden haber favorecido una mayor persistencia de la alta inflación y su propagación hacia otros precios. Agrega que el componente de la inflación que excluye los precios de los alimentos y de la energía, aporta al mes de julio algo menos de tres puntos porcentuales de inflación, en circunstancias que a fines del primer trimestre aportaba algo más de dos puntos porcentuales.

Indica el Gerente de Análisis Macroeconómico que el escenario base de este *IPoM*, considera que la inflación anual del IPC se mantendrá alta por lo que resta del año, comenzará a descender en el curso de 2009, para alcanzar la meta de inflación de 3% durante el 2010. Menciona que esta convergencia descansa en que la actividad tenga una trayectoria que ubique su tasa de crecimiento por debajo de su tendencia por algún tiempo. Señala el señor Soto que esta trayectoria está determinada por el impacto de la política monetaria, la normalización del ritmo de expansión de la demanda interna y, en menor medida, por un escenario externo que no aporta presiones inflacionarias adicionales a las actuales. Además, se contempla que las expectativas de inflación y la dinámica salarial futura estarán acordes con el cumplimiento de la meta y no considerarán persistentes los altos niveles que ha mostrado la inflación en el pasado reciente. Menciona el señor Soto, que el Consejo del Banco Central de Chile reitera que, en la medida en que la evolución del escenario macroeconómico se aleje del escenario base, poniendo en riesgo el cumplimiento del objetivo inflacionario, ajustará aún más el impulso monetario a la economía, incurriendo en mayores costos en materia de actividad y empleo, para lograr la convergencia a la meta.

Señala el señor Soto que estos supuestos, a la luz de los datos disponibles al cierre estadístico de este *IPoM*, constituyen el escenario más plausible. Sin embargo, agrega que como ha sido la tónica de los últimos trimestres, existe un conjunto de situaciones que pueden llevar a que la proyección de inflación difiera de la considerada en el escenario base.

Respecto de la demanda interna, comenta el expositor que el escenario base supone para el año 2009 una reducción de su tasa de crecimiento anual en comparación con lo que mostró en el primer semestre de 2008. Señala que ello va aparejado de un consumo privado que continuará desacelerándose en los trimestres venideros, una inversión que reducirá su tasa de crecimiento anual y un gasto público que también aumentará a tasas menores, más en línea con el crecimiento de tendencia de la actividad y bajo el supuesto de que se enmarca dentro de los límites que impone la regla de superávit estructural. Para el consumo privado, menciona que la pérdida de dinamismo que se proyecta es coherente con la evolución reciente y esperada de algunos de sus determinantes, en particular del impulso que restarán las condiciones financieras. Por el lado de la inversión privada, indica que se anticipa que en el segundo semestre de 2008, persistirá el dinamismo observado en la primera mitad del año, en particular por la fuerza que imprime el desarrollo de proyectos de inversión mineros y energéticos, favorecidos ambos por una situación de altos precios. Señala que hacia el año 2009, a medida que avance el desarrollo de estos proyectos, tal impulso disminuirá, reduciendo, por ende, el crecimiento de la inversión.

Por otro lado, menciona el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Soto que el escenario base considera que el crecimiento anual de los costos laborales unitarios, que actualmente se ubica entre 7% y 9% anual, retornará a niveles más cercanos a 3% anual. Señala que parte importante de este supuesto gravita en que los incrementos salariales futuros serán moderados, sin reflejar en su totalidad el aumento de la inflación pasada, sino más bien considerando como determinante fundamental de la dinámica salarial que la inflación retornará a la meta en un plazo acotado de tiempo. Agrega que este último elemento se liga también a que el escenario base supone que la toma de decisiones de precios se basa en una expectativa de inflación alineada con la meta.

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

En relación a la información entregada por el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto sobre al publicación de los datos del IMACEC, el Consejero señor Manuel Marfán consulta qué productos comprende la industria de no transables.

El Gerente mencionado señala que dicho rubro comprende el pan, los alcoholes, cervezas, tabaco, imprentas, productos plásticos, vidrios. Un sector que tuvo un dinamismo bastante considerable a comienzos de año y que en la actualidad se encuentra más bien estancado.

El Presidente señor José De Gregorio consulta si acaso los datos del comercio no presentan algunos problemas en sus mediciones, ya que le parece raro que el aumento de ese sector esté ligado a la venta de alimentos. Agrega, que se podría pensar que el grueso de ese aumento pudiera ser nominal, puesto que cree que resulta extraño que con el alza de precios la gente esté adquiriendo mayor cantidad de alimentos.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García señala que en estos datos del comercio se incluyen los márgenes en el segmento del *retail*, es decir, las ventas en sí mismo.

El Presidente señor José De Gregorio consulta si los datos de las ventas del comercio se obtienen de las Cuentas Nacionales. El Gerente de División Estadísticas hace presente sobre el particular que estos datos se obtienen de la información sobre IVA, que entrega el Servicio de Impuestos Internos.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que concuerda con el comentario del señor Presidente, y pone como ejemplo que si sube el precio del pan, que tiene una elasticidad de precio bastante baja, la recaudación del IVA nominal sube bastante, pero físicamente no corresponde a la cantidad vendida y tampoco subió el margen y el IPC aparece creciendo.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García menciona que lo que suceda con el margen del comercio y su actividad, depende de si el margen aumentó en términos reales, producto que el aumento en precios fue mayor que el del costo. En consecuencia, agrega que perfectamente puede ocurrir que se desplomen las ventas y la actividad del comercio suba, porque hubo un aumento real de los márgenes.

Respecto al comentario del Gerente de Análisis Macroeconómico en el sentido que la inversión continuará siendo la principal contribución al consumo, el Consejero señor Enrique Marshall consulta qué explicación existe sobre la desaceleración de la demanda. Agrega, que se ha entregado información de numerosos proyectos que difícilmente se van anclar o desacelerar, porque existen incentivos de precios que siguen operando.

Al respecto, el señor Claudio Soto señala que aproximadamente un tercio de la inversión está relacionada con proyectos energéticos y mineros y fundamentalmente concentrada en construcción y obras. Menciona además, que aquella parte referida a maquinaria y equipos se concentra en sectores de comunicaciones, la industria y otros. Indica, asimismo, que dentro de la proyección que se considera para el próximo año, fundamentalmente ésta corresponde al ajuste monetario implícito en el escenario de proyecciones del *IPoM*.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que, en su opinión, el ajuste monetario no debiera afectar a los proyectos mineros ni a los energéticos. El señor Claudio Soto, sobre el particular, señala que ello es efectivo y por tal motivo la tasa de inversión para el próximo año se mantiene en los niveles actuales. Es decir, la proyección como fracción del PIB se ajusta marginalmente respecto a este año y la tasa de crecimiento cae por un efecto base importante.

4

El Gerente de División Estudios señor Pablo García, en relación a la descomposición sectorial, comenta que es interesante observar las fuentes de este fenómeno puesto que si se observa el catastro, los proyectos hacia futuro son básicamente de gran magnitud y no incluyen proyectos menores. Por lo tanto, indica que tienen un sesgo natural hacia las obras de ingeniería en minería y de energía. Menciona que alrededor de dos tercios de esos flujos de inversión son en sectores de recursos naturales. Asimismo, señala que en los datos concretos de inversión sucede lo que ha mencionado el señor Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto, en el sentido que la proporción es inversa, es decir, que en la inversión que se observa hasta ahora, alrededor de un tercio corresponde a los sectores mencionados y los dos tercios restantes a los otros sectores, incluyendo comunicaciones, donde se observa una inversión importante. Por último, comenta el señor García que debe tenerse mayor cuidado en la comparación de las fuentes de la información.

El Ministro señor Andrés Velasco señala respecto al comentario del Gerente de División Estudios que las fuentes son distintas porque los horizontes también lo son y si se supone que el catastro en promedio es correcto en algún horizonte de tiempo debería coincidir, por tanto pareciera que lo que se presenta es un problema de desfase.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García, respondiendo al señor Ministro de Hacienda señala que el catastro sirve tanto para la construcción de las estadísticas como de las proyecciones, pero ese catastro es una fracción de las inversiones, puesto que existe un componente de la inversión que no está capturado por esa muestra, como por ejemplo, maquinaria.

El señor Ministro de Hacienda agrega que, en consecuencia, la muestra es distinta y en el catastro están los datos de las inversiones más grandes y que las inversiones más pequeñas no están sesgadas por los grandes proyectos mineros o de energía. Indica que finalmente, cuando se suman todos estos datos resultan suficientemente grandes para que suceda lo que ha explicado el señor Gerente de Análisis Macroeconómico.

El Consejero señor Manuel Marfán sobre el mismo tema, comenta que existen numerosas inversiones de grandes empresas, pero que no son grandes proyectos, e indica que por ejemplo, la renovación de equipos de computación es también de empresas grandes, pero corresponde al tamaño de los proyectos.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta sobre la materia antes señalada, si un elemento importante lo constituye la desaceleración de la demanda, cuál es el *timing* y el tamaño del espacio que está implícito en esa estimación. Agrega además, si son tasas reales largas que llegan a una cifra y cuánto demoraría ese cambio en las tasas o el nivel en que ellas afecten a la demanda.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto señala que las tasas observadas en el día de ayer no mostraron aquellas reales que están implícitas en el escenario, pero las tasas nominales observadas con la trayectoria de la inflación, que eran tasas nominales al alza, continúan creciendo y las tasas reales y las de inflación están decreciendo. Agrega, que se observa una recuperación hacia afines de 2009 y comienzos de 2010.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que no le hace demasiado sentido el comentario del Gerente de Análisis Macroeconómico porque la estructura de tasas corresponde a la forma de una "U" invertida, pero la inflación también presenta esa misma forma. En consecuencia, no solo tiene que ver con el tamaño de las tasas reales, sino que también es muy concurrente el impacto de las tasas sobre el consumo.

- 4 -

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto indica que para la estructura de las tasas reales ex-ante, se necesita el precio de hoy y el futuro y lo que se observa como una "U" invertida en el gráfico, aún no refleja suficientemente esa situación. Agrega, que lo que importa son las velocidades de inflación de ahora en adelante y que las que se están observando van a la baja. De hecho si se mantuviesen las tasas nominales con velocidades a la baja se observaría, por ese solo hecho, solamente el aumento de las tasas reales.

Respecto a los comentarios del Gerente de Análisis Macroeconómico, el Consejero señor Manuel Marfán señala que si el empleo está creciendo de manera importante, y hay un aumento en la fuerza de trabajo que es básicamente femenina, esto puede explicar en parte por qué el salario nominal puede empezar a caer, porque tienen una retribución menor que los hombres. Comenta también, que la mezcla de todo esa situación apunta en dirección a que existen presiones inflacionarias hacia adelante, porque en las brechas que se observan y la del PIB no están cerrándose, sino que tal vez por el contrario, la tasa de desempleo se encuentra por debajo de lo que es natural. Consulta el Consejero señor Marfán si la predicción debiera ser que si se mantiene esta tendencia los salarios tendrían que empezar a subir, a no ser que en Chile, como sucede en China, la oferta de trabajo es infinitamente elástica.

El Presidente señor José De Gregorio menciona que los salarios están subiendo más allá de lo que se podría suponer en el futuro. Sin embargo, hoy se puede conocer si los salarios están creciendo porque la oferta se puede estar expandiendo en la demanda, con cifras vigorosas de empleo; la tasa de desempleo sigue alta, no presiona los salarios, pero el producto ha seguido subiendo y el crecimiento de éste presiona la brecha en los mercados de bienes, pero la presión que se produce por el efecto de la evolución de los salarios reales es extremadamente auspiciosa para la perspectiva inflacionaria, en caso de no revertirse.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco sobre este mismo tema indica que sus dudas tienen que ver con el comentario efectuado por el Consejero señor Manuel Marfán. A su parecer, existe el temor que un crecimiento tan fuerte del empleo sea un fenómeno transitorio, porque las productividades no son consistentes. Es decir, la productividad del trabajo no solo se observa en los Costos Laborales Unitarios porque éstos incluyen productividad y salarios, pero lo que está pasando con el cuociente dividido por L es muy extraño. En consecuencia, señala que si ese cuociente dejara de comportarse de modo irregular, lo más natural sería que con estas tasas de crecimiento se produjera una caída en la demanda por trabajo, lo que tendería a reforzar esa tendencia a la baja en el salario real y, más bien, constituiría una fuente de desinflación. Agrega, que lo anómalo en ese comportamiento del empleo es hasta cuándo durará con las tasas que se observan.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García estima que el tema es hacia dónde se encamina la situación del mercado laboral futuro, para lo cual existen múltiples posibilidades de cómo resolver esa situación. Indica que una salida, que es la que en su opinión se debiera considerar es el *IPoM*, que dice relación con algo que está en línea con lo que menciona el señor Ministro de Hacienda, y que consiste en que este mecanismo del empleo por su impacto en productividad y, por el mismo ciclo, no persiste y en consecuencia se observa una recuperación de la productividad hacia mediados del próximo año y hacia el año 2010 y eso detrás de toda la dinámica de costos laborales unitarios. Por lo tanto, se provee un mecanismo muy importante para que la inflación tienda a alinearse con la meta hacia fines del horizonte de proyección. Indica que lo anterior constituye una de las explicaciones de porqué los salarios reales continúan cayendo en el corto plazo, pero a mediano plazo la actividad empieza a recuperarse.

Por otro lado, estima que una salida más negativa sería que los salarios reales no continúen haciendo el ajuste y que la variación de esos Costos Laborales Unitarios que se observan en los gráficos que se han exhibido, presagien presiones de costos laborales genuinas porque el fenómeno de productividad es más bien persistente, porque la economía no se ablanda, los sectores que tienen baja productividad continúan creciendo fuertemente y por lo tanto, existe un efecto más de presiones de costo hacia mediano plazo y esa situación no constituye el escenario base que el Banco Central ha proyectado en el *IPoM*.

El Consejero señor Sebastián Claro comenta que no sabe si empíricamente es relevante o no, pero lo que debiera esperarse es una caída en el salario relativo respecto del costo del capital. Por consiguiente, le parece que la productividad es sólo un movimiento a lo largo de la izo cuanta y eso es a lo mejor lo que se está observando, que la productividad media está midiendo el cambio en precios relativos del trabajo.

Con respecto al comentario anterior, el Gerente de División Estudios señala que ese fenómeno de que el trabajo es más barato no se puede dar de manera transitoria, porque de esa manera los salarios se están reajustando y la pregunta que cabe formularse es si se trata de un fenómeno persistente o si eventualmente el efecto inflacionario se empieza a incorporar más fuertemente en los contratos salariales y luego, la presión por el lado de salarios reales resulta menor.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux señala que una duda que se le presenta tiene que ver con la manera en que se está midiendo la productividad, porque si existen índices de capacidad sectoriales en que se muestra que está creciendo hacia sectores de oferta y en menor medida, en sectores que son importantes para explicar las presiones de precios internos, cree que quizá tal caída en productividad en esos sectores no se está produciendo y que la caída en productividad se observa en sectores de recursos naturales.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García señala respecto del comentario del señor Vicepresidente, que la productividad que se utiliza para calcular los Costos Laborales Unitarios es sectorial. Es decir, es el PIB de distintos recursos naturales, y que también existe una medida que excluye la agricultura y que la PTF en esos sectores ha ido subiendo, y sería mayor si de descontaran los Costos Laborales Unitarios.

El señor Claudio Soto comenta que los indicadores de tendencia inflacionaria se observan más bien planos en el margen y agrega que se presentaron algunas sorpresas en el IPCX1, sobre todo en transporte en que se predijo un aumento en las tarifas de los autobuses que no se produjo y, que el resto de los componentes se encuentran alineados. Asimismo, indica que se aprecia un aumento de las tarifas eléctricas que no se contempló en la Reunión de Política Monetaria anterior y que fue menor a una décima que se sumó al IPCX. También menciona que se produjeron caídas algo mayores en frutas y verduras y una caída no anticipada en el precio de los combustibles, explicada por la evolución de los precios internacionales. Consecuente con lo anterior, señala el señor Soto que el error de proyección fue de alrededor de una décima.

Por otro lado, el señor Ministro de Hacienda señala que quiere entregar una buena noticia, que consiste en el buen estado de las finanzas públicas, lo que significa conforme a la proyección del Ministerio de Hacienda de hace dos meses atrás, permitir al Fisco ahorrar entre 200 y 300 millones de dólares.

El Consejero señor Manuel Marfán, en relación a la evolución de la trayectoria del precio de frutas y verduras, señala que cree conveniente realizar un estudio sobre el particular. Sin perjuicio de lo anterior, comenta que tiene la sensación que se trata de productos básicos y que por lo tanto, a diferencia de lo que ocurrió el año pasado con las

heladas que afectaron a las hortalizas, se generan efectos sobre la oferta, sobre los ingresos y se producen todos los efectos dañinos que se conocen, lo que requiere un amparo de políticas públicas.

El señor Claudio Soto señala que concuerda con la necesidad de efectuar dicho estudio y menciona que el próximo mes, cuando se analicen las cifras de frutas y verduras, se podrá reevaluar de mejor manera esa trayectoria.

El Presidente señor José De Gregorio, con respecto al precio de la carne y la leche, comenta que ha tenido información en el sentido que los agricultores han expresado que existen numerosos problemas para la venta de estos productos con las certificaciones del Servicio Agrícola y Ganadero, no obstante que existe un gran *stock* de estos bienes lo que podría producir un impacto en los precios y una implicancia sobre las proyecciones.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García señala que lo que sucede es que desde el año pasado, el precio en Chile de estos productos estuvo muy en línea con el precio internacional y este último ha caído muy fuertemente en el transcurso de este año.

El Presidente señor José De Gregorio señala que si el precio local no ha caído y no ha seguido al precio internacional, dicho sobre *stock* le parece algo extraño.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto, complementando los comentarios precedentes, señala que respecto de la carne se ha considerado un supuesto de aumento de precios más sostenido en el tiempo y eso se ha reevaluado. Agrega, que de permitirse la entrada de carne de Brasil, se podría atenuar un poco el aumento de precios. Asimismo, destaca que en las proyecciones se observa un aumento de precios en septiembre y que se mantienen más bien planos a futuro.

Respecto a los agregados monetarios el Gerente de División Estudios señor Pablo García señala que la caída de las colocaciones reales, reflejan que el efecto del aumento de las tasas es muy importante para los agregados más líquidos, los que se mueven a depósitos a plazo. Agrega que las colocaciones reales tanto a personas como empresas muestran tasas de crecimiento y las colocaciones nominales se encuentran bastante planas y, dentro de éstas, aquéllas destinadas al consumo que son las que más bajan. Por su parte, señala el señor Gerente de División Estudios que las colocaciones para viviendas también muestran caídas en las tasas de variación real anual, pero principalmente son las de consumo las que vienen mostrando una caída más sistemática, desde fines de 2006 hacia delante.

El señor Gerente de División Estudios señala que en relación a los datos que se publicaron respecto del IPC y del IMACEC y a las expectativas de inflación, estas últimas aumentaron bastante después de la última Reunión de Política Monetaria, tanto en las compensaciones como en lo que se observa en las encuestas a las mesas de dinero y lo que se menciona en el IMCE.

El Presidente, señor José De Gregorio, 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 Nº 127.

El Presidente señor José De Gregorio fija la Reunión de Política Monetaria del mes de marzo de 2009, para el día jueves 12 del mismo mes. Posteriormente, ofrece la palabra al Gerente de División Estudios señor Pablo García a fin de que presente las Opciones de Política Monetaria para esta Reunión.

El Gerente de División Estudios señala que en la última Reunión de Política Monetaria, el Consejo acordó aumentar la Tasa de Interés de Política Monetaria en 50 puntos base, hasta 7,75% anual, dado el deterioro que había experimentado el panorama inflacionario, y para asegurar la convergencia de la inflación hacia el 3%. Asimismo, indica que se reafirmó el compromiso de conducir la política monetaria de manera de reducir la elevada inflación vigente hacia el 3% en el horizonte de política, señalando que ello resultaba esencial para alinear la dinámica inflacionaria con el objetivo de estabilidad de precios. Indica el Gerente de División Estudios señor García que en la Reunión pasada señaló que, en el escenario más probable, serían necesarios ajustes adicionales para asegurar la convergencia de la inflación a la meta.

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

- En el ámbito internacional, siguen las preocupaciones por la elevada inflación mientras las perspectivas de crecimiento mundial se mantienen sin cambios relevantes gracias al dinamismo de las economías emergentes. Indica que aunque el crecimiento de Estados Unidos de América en el segundo trimestre fue mayor que lo previsto, ello no altera significativamente el panorama de bajo crecimiento hacia el mediano plazo en esa economía. Las cifras coyunturales en la Euro Zona y Japón confirman un panorama de crecimiento debilitado. Con ello, se siguen descartando cambios evidentes en las políticas monetarias de las economías desarrolladas en el corto plazo y el dólar ha tendido a fortalecerse.

- Señala el señor Gerente de División Estudios, que el precio del petróleo ha caído de manera importante en los días más recientes, pero los precios a futuro se mantienen más altos. Agrega que el resto de los productos básicos muestran algunas tendencias al alza.

- Por su parte, los mercados financieros internacionales se han visto nuevamente tensionados, lo que ha afectado las valoraciones bursátiles y las primas por activos más riesgosos en diversos mercados.

- Comenta el Gerente de División Estudios señor García que las cifras nacionales de actividad y demanda reafirman el panorama de un crecimiento para el año de entre 4% y 5%. De hecho, la proyección puntual contenida en las versiones preliminares del *IPoM* alcanza a 4,6%, dos décimas por encima de lo proyectado en el Informe de mayo. Asimismo, el empleo ha continuado creciendo a tasas elevadas.

- El peso no ha mostrado tendencias evidentes después de la última Reunión de Política Monetaria, oscilando entre $ 525 y $ 510.

- Menciona también, que la inflación de agosto estuvo cerca de lo previsto, incluyendo las cifras de inflación subyacente. Los salarios nominales crecieron a una tasa superior a la de meses anteriores. Las medidas de expectativas privadas previas a la divulgación del IPC y del IMACEC, consideran tendencias inflacionarias algo por debajo de las Encuestas de Expectativas Económicas y algo por encima (compensaciones) de las del escenario base contenido en las versiones preliminares del *IPoM*. Las expectativas de crecimiento de la Encuesta de Expectativas Económicas son en todo caso mayores para el 2009 y menores para el 2008.

Señala el señor García que el principal antecedente tras las opciones de política, en esta ocasión, es el escenario central y sus riesgos asociados que se han discutido en versiones preliminares del *IPoM*. El panorama de corto y mediano plazo contenido en el escenario central de dicho Informe indica un escenario de crecimiento de la actividad y la demanda durante este año por encima de perspectivas previas, pero con una desaceleración

durante los próximos dos años, principalmente en la demanda interna. De esta forma, hace presente el señor Gerente de División Estudios, que el crecimiento de la actividad en el bienio 2009-2010, llegaría a cifras hasta un punto por debajo del crecimiento de tendencia de la economía. Indica que proyecciones alternativas indican una desaceleración incluso mayor para el 2009.

Comenta el señor Gerente de División Estudios que la ampliación de holguras vinculada a estas perspectivas de crecimiento son el ingrediente esencial para lograr la reducción de las tendencias inflacionarias y así alcanzar una variación del IPC de 3% en el horizonte habitual, en torno a dos años. Por el lado de los costos importados, señala que las perspectivas del escenario central no contienen fuerzas desinflacionarias relevantes como para reducir por sí mismas los registros inflacionarios actuales. A su vez, estima que de acuerdo con las visiones de consenso, el escenario internacional seguirá siendo relativamente benigno por el lado del crecimiento. Agrega que así, queda radicado en la política monetaria el generar el suficiente efecto en las holguras como para permitir una convergencia a la meta en el horizonte planteado de dos años.

Manifiesta el señor García que en el escenario central, las proyecciones consideran alzas adicionales de la Tasa de Política Monetaria en éste y quizá el próximo trimestre, hasta niveles del orden de 8,75%-9,25%. Si bien esto es significativamente superior al nivel actual de la Tasa de Política Monetaria, es un nivel coherente con el carácter transitorio del aumento de la inflación, con expectativas de mediano plazo que contemplan un retorno a la meta en los horizontes habituales, y mayores holguras que apacigüen la propagación de los mayores costos y precios de meses recientes a la inflación. Comenta el señor Gerente de División Estudios, que de esta manera, en este escenario la dinámica inflacionaria comienza a ceder hacia fines del cuarto trimestre. Indica el señor Gerente de División Estudios que lo anterior lleva a que se considere, al igual que en Reuniones previas, como las opciones más plausibles alzas de 50 ó 75 puntos base. Indica que evidentemente, una secuencia de acciones de política monetaria puede contemplar ajustes sucesivos de una u otra magnitud, pero se debe considerar que el escenario base tiene como punto de referencia un nivel máximo para la Tasa de Política Monetaria del orden de 8,75%-9,25%. Indica el señor García que en ese sentido, y bajo el criterio de que los ajustes de la Tasa de Política Monetaria deberían converger de manera suave al nivel deseado. Hace presente que no le parece conveniente efectuar un aumento de 75 puntos base, ya que luego debería proseguirse, en el escenario base, con aumentos de menor magnitud. Agrega que esa implementación de la política monetaria resultaría, sin duda, confusa desde el punto de vista comunicacional.

Por ello, el señor García considera que las razones para optar por un aumento de 75 puntos base radican en una ponderación relativamente mayor de los escenarios de riesgo posibles y una menor ponderación para el escenario base. Comenta que en los próximos meses pueden materializarse eventos que apunten a la necesidad de incrementar la Tasa de Política Monetaria por encima, quizá considerablemente, de los niveles implícitos en el escenario base. En primer lugar, cree que es posible que el reciente dinamismo de la actividad y la demanda continúe sorprendiendo, empujando el crecimiento del PIB más cerca de 5% para este año y presionando las holguras de capacidad. En segundo lugar, la dinámica inflacionaria puede no ceder como se anticipa, debido a presiones de costos laborales o costos importados mayores que los previstos. En este sentido, señala el Gerente de División Estudios señor García que las recientes cifras de salarios deben tomarse con cuidado. Aunque un aumento de la Tasa de Política Monetaria de 75 puntos base, en esta ocasión, difícilmente puede acotar la probabilidad de que estos riesgos se materialicen en el corto plazo, sí podría mitigar su impacto en las frágiles expectativas de mediano plazo, dejando a la política monetaria en un mejor pie para realizar los ajustes necesarios con el fin de conducir la inflación a la meta.

Menciona el señor Gerente de División Estudios que al igual que en ocasiones anteriores, en este proceso de desinflación la comunicación global de la política monetaria es tan relevante como la decisión misma. Agrega que en términos del Comunicado, dado que el mercado considera un nivel de tasas aun superior al que se alcanzaría con alzas de 50 ó 75 puntos base, le parece que la exclusión de un sesgo sería muy sorpresiva.

Con respecto a un alza de 75 puntos base, señala el señor García que algunos analistas no la descartan del todo, lo que junto con la inclusión de esta opción en minutas de Reuniones de Política Monetaria anteriores haría que un alza de esa magnitud fuese menos sorpresiva que en meses recientes. En todo caso, señala que dada la discusión anterior, una opción de ese tipo debería señalizar una preocupación mayor con las perspectivas inflacionarias de mediano plazo, lo que tendría que incluirse con un sesgo más preciso que en meses anteriores en el Comunicado. Indica que sin un mensaje nítido, un aumento de 75 puntos base puede ser confuso en cuanto a señalizar la dirección futura de la política monetaria.

Finalmente, hace presente el señor Gerente de División Estudios que la divulgación del Informe de Política Monetaria de septiembre da la oportunidad de comunicar, en términos más precisos, la orientación general de la política monetaria, particularmente en la comparación de la trayectoria con lo que espera el mercado, el sesgo en las proyecciones y las trayectorias proyectadas de inflación y crecimiento.

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

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán De Ramón señala que las opciones de subir la Tasa de Política Monetaria en 50 ó 75 puntos base, cualquiera de los dos, están en la consideración de los agentes de mercado, y más aún en 50 que en 75 puntos base. A su juicio, cualquiera de las opciones no cambiará las expectativas de inflación, al menos por ahora, las que sin duda se han deteriorado en los últimos meses, lo que se puede observar en la compensación inflacionaria publicada hace un mes.

Hace presente el Gerente de División señor De Ramón que cree que este deterioro se ha producido por el mecanismo de ajuste que explica a continuación. En primer lugar, que el Banco Central comunicó el mes anterior, que la propagación ha sido mayor a la prevista, lo que junto con noticias de alzas de precios durante este mes se han reforzado y, que las compensaciones inflacionarias han subido, lo que en su opinión, es consistente con el mensaje de que el panorama es peor que lo previsto. En segundo lugar, señala que esa situación alimenta las expectativas de los analistas. Comenta que al revisar dicha encuesta en el día de hoy con el Gerente de División Estudios señor Pablo García, 18 de los 22 encuestados consideraban un IPC de entre 0,9 y 1% y que al sacar la media resultó de 0,96%, y en definitiva fue 0,93%, o sea, bastante similar, y por lo tanto, ese IPC no fue una sorpresa ni para las compensaciones inflacionarias ni para los analistas. Señala el señor Gerente de División que el mes de septiembre históricamente es un mes de IPC alto, y por ello es probable que la cifra final de IPC fluctúe cerca de lo que está pronosticando la Gerencia de División Estudios que es 0,9%, o lo que pronostica el mercado que hasta esta fecha es de alrededor de 1%.

Por lo tanto, cree el señor De Ramón que cualquier opción de política monetaria que decida el Consejo, 50 ó 75% dentro de las que contempla la Gerencia de División Estudios, no va a cambiar, en esta Reunión ni en la siguiente, las expectativas de inflación. Tal vez estima que hay un riesgo de que se deterioren más cuando se hable de la brecha y eso es posible que produzca un alza, justamente porque se está indicando algo que el mercado no lo tiene en sus proyecciones.

Dado lo anterior, le parece al señor Gerente de División Operaciones Financieras que las expectativas sí pueden cambiar entre octubre y diciembre de este año, o más bien después del IPC de octubre que se conocerá en los primeros días de noviembre y, en consecuencia cree que la Reunión de Política Monetaria de ese mes de noviembre será la más importante. Agrega que basta recordar que en el año 2007 el IPC de octubre fue 0,3%, el año 2006 fue -0,3% y lo anterior en un contexto en que se apreciaba un IPC alto y que después volvió a subir. Indica que la única cifra de expectativas de octubre que se tiene hasta la fecha corresponde a una transacción que se realizó hace dos días y fue 0,6%. Menciona que en realidad con tan pocas transacciones no se puede sacar una señal, pero señala que la Gerencia de División Estudios proyecta un 0,3%.

Por lo tanto, dado lo anterior el Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón cree que un dato negativo, más alto que cercano a 1%, deteriorará significativamente las expectativas de inflación en ese mes y que la respuesta de Política Monetaria sin duda deberá ser mucho más larga de lo que se observa hasta ahora. Agrega que un dato positivo, por el contrario, combinado con un alza de tasa en esa Reunión, puede ser más correcto en expectativas que hacerlo en esta ocasión. Indica que lo anterior, se fundamenta por los antecedentes que señalan que los agentes de mercado están muy activos en sus colocaciones en UF. Por lo tanto, un dato bajo el IPC, que ocurrirá en octubre con IPC de septiembre, puede producir un *stop-loss* y por consiguiente, la tarea sobre expectativas será mucho más fácil combinado, justamente, con una acción de política de subir las tasas.

Por las razones expuestas, el Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán De Ramón estima que mucho más útil es subir la Tasa en 50 puntos base que en 75 puntos base, a menos que al Consejo no le importe el nivel al que pueda llegar la Tasa de Política Monetaria. Dado lo anterior se inclina por sugerir un alza de 50 puntos base en esta ocasión.

El Presidente señor José De Gregorio agradece al Gerente de División Operaciones Financieras sus comentarios y a continuación ofrece la palabra al señor Ministro de Hacienda.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco manifiesta que, indudablemente, el alza de la inflación y de las expectativas inflacionarias ocurrida en los últimos meses le parece muy seria, y justifica plenamente el endurecimiento de la política monetaria que ha adoptado el Consejo del Banco Central de Chile. Estima que con una inflación y con las expectativas de ella en los niveles actuales, es bastante evidente y, así lo consigna la Minuta presentada en esta ocasión, que este ciclo de endurecimiento aún no ha terminado.

Plantea el señor Ministro de Hacienda, que la pregunta de no solo esta Reunión sino que mirando hacia delante, ya que lo que se hace ahora condiciona lo que se hace más adelante y que así también lo planteaba el señor Beltrán De Ramón, en el sentido de cuál debe ser el tamaño y el *peak* de este ciclo, y dado ese tamaño y ese *peak*, cuándo es más oportuno actuar y a su juicio, esta reflexión cuenta en esta Reunión de Política Monetaria con ciertos antecedentes nuevos, de los cuales destacará al menos cuatro.

Primero, que hay una leve caída en la inflación efectiva y en las proyecciones hacia delante. Segundo, que esa caída se refuerza y podría reforzarse aún más dependiendo de lo que ocurra con el precio del petróleo. Agrega el señor Ministro de Hacienda, que quizás la novedad fundamental desde la última Reunión de Política Monetaria hasta la fecha, es el cambio en la tendencia y un cambio bastante radical en la del petróleo. Indica el señor Ministro, que se sabe que estas cosas son muy erráticas y, por lo tanto, no se puede inferir una conclusión sobre la base de los precios correspondientes a dos semanas, pero señala que el conjunto de las estimaciones apuntan en esa dirección. Tercero, las noticias que se observan

del resto del mundo respecto a una certeza, que a estas alturas ya no es una conjetura, de que existe una menor actividad en el resto del mundo; y, en cuarto lugar, lo que pareceria ser una incipiente moderación del curso de los salarios nominales, como se discutió en la Reunión de la mañana, que bien podrían estar acotados con lo que está ocurriendo con la participación de la fuerza laboral. El Ministro señor Andrés Velasco, señala que menciona todos estos factores no para menospreciar la tremenda magnitud del desafío que enfrenta la política monetaria, sino para sencillamente anotar que deben ser tomados en cuenta a la hora de decidir cuál debe ser el *peak* de este ciclo.

Por lo tanto, cree el señor Ministro que, al menos en su lectura, se estaría acercando a lo que debería ser el *peak* de ese ciclo y, por dicha razón, emplear la política monetaria hoy para endurecer el *stance* más allá de 50 puntos base. Agrega que le parece que en este momento cerraría opciones hacia delante, que probablemente no deben cerrarse.

El Ministro de Hacienda señor Velasco señala que, tal como lo hizo en la Reunión anterior, la política fiscal hará su aporte en este esfuerzo y menciona que este año el gasto público crecerá sustantivamente menos que el año anterior y menos de lo que estaba inicialmente contemplado en el Presupuesto. Indica que, como se recordará, el Presupuesto contemplaba un 8,9%, y señala que hace un mes, el Director de Presupuesto estimó frente al Congreso que la cifra sería 6,8% y por ello, señala el señor Ministro de Hacienda que no se sorprenderán si se comunica que, probablemente, la cifra efectiva sea bastante inferior a 6,8%, entre otras cosas, porque la inflación promedio para el año será mayor a la que inicialmente se había contemplado. Por lo tanto, menciona que ahí hay un dato adicional y también informa que para el próximo año, la tasa de crecimiento del gasto público será inferior, nuevamente, a lo proyectado para este año y no lo inicialmente contemplado en el Presupuesto. Señala que lo anterior, se encuentra en el marco del Presupuesto en el cual se está trabajando con los señores Ministros y por cierto con la señora Presidenta, que considera un conjunto de proyecciones para el próximo año, entre las que se incluye la estimación del Ministro de Hacienda respecto del crecimiento del PIB, que está levemente por sobre el 4%, y para ser preciso lo que arroja el modelo de Hacienda en este momento que es de 4,2%. Indica que este crecimiento del PIB está hoy en línea, además, con lo que el mercado espera, ya que si uno observa la última Encuesta de Expectativas Económicas y presta atención a lo que se conversó en la reunión de la mañana, respecto a la altísima sensibilidad que tiene el mercado frente al último IMACEC, lo más probable y plausible es que la estimación del mercado respecto al crecimiento, no solo de este año sino que del próximo, suba en una cantidad nada despreciable en respuesta a las cifras que se tienen actualmente. Comenta el señor Ministro que como lo que el mercado concluya de estas cifras y de la comunicación del Banco Central es absolutamente clave, cree que como siempre, pero quizás especialmente ahora, existe una tarea importante en materia de comunicación, tras la decisión de hoy y también en el *IPoM* que se presenta la próxima semana.

Finalmente, manifiesta el señor Ministro de Hacienda, que no deja de ser novedoso que los cálculos que hoy está haciendo el Banco Central para la inflación estén levemente por sobre el mercado y le parece que podría ser complicado que las estimaciones que haga el Banco respecto al crecimiento estén sustantivamente por debajo del mercado, en especial, si este último estima un menor crecimiento esperado por el Banco Central. Indica el Ministro señor Velasco, que se agrega a lo anterior, la pregunta de qué va a inferir el mercado al respecto, y si éste infiriese la continuación de los *shocks* de oferta o una mayor persistencia de esos *shocks*, se podría generar una profecía auto cumplida que cree que no sería conveniente que se produjera.

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

El Consejero señor Sebastián Claro manifiesta que el panorama inflacionario es altamente preocupante. Por un lado, el registro de inflación de agosto es muy alto, y nuevamente refleja que la inflación actualmente es un fenómeno bastante generalizado y que ya no es algo puntual a ciertos productos directamente vinculados con precios internacionales. Por otro lado, señala que la actividad y la demanda continúan mostrando un alto dinamismo, lo que es una noticia positiva, pero al mismo tiempo refleja que el terreno es fértil para que los incrementos pasados en costos, se sigan propagando al resto de la economia. Indica que aparentemente ello se está reflejando en los registros de inflación. Señala el Consejero señor Claro que, finalmente las expectativas de inflación siguen altas y al alza, en diferentes plazos y en todas sus posibles medidas. Comenta el señor Claro, que lo anterior debe ser la causa de principal preocupación, no solo porque refleja un importante debilitamiento del ancla nominal, sino por que se da en un contexto donde los precios de los *commodities* - que habrían sido el detonador inicial de la alta inflación – muestran alguna tendencia a normalizarse, y donde la Tasa de Política Monetaria ha aumentado de manera importante en las ultimas Reuniones.

Manifiesta el señor Consejero que, en su opinión, las decisiones de política monetaria deben tener en cuenta dos elementos. Por un lado, se debe subir la Tasa de Política Monetaria hasta un nivel de tasas reales que restrinja el crecimiento de la demanda hasta hacerla consistente con el objetivo de generar una caída significativa en la inflación. Indica que hoy las tasas de interés relevantes son bajas, especialmente en el segmento corto de la curva, y el crecimiento de la demanda es muy alto. Por otro lado, señala que se deben afectar las expectativas, de manera de hacerlas volver a un nivel coherente con el cumplimiento de la meta. Señala que la velocidad con que se logren los incrementos de tasas y el mensaje general que se de, resultan claves para lograr éxito.

Agrega el Consejero señor Claro que los análisis internos, las expectativas del mercado, y la estructura de tasas de interés muestran que la Tasa de Política Monetaria debe subir bastante en los próximos meses, de manera de alcanzar niveles coherentes con la convergencia de la inflación a la meta y como él lo ha mencionado en otras oportunidades, piensa que este incremento debe ser rápido. Indica que en la medida que el comunicado sea claro respecto de la evolución futura de las tasas, es probable que un incremento de 50 ó 75 puntos base no tenga mayor diferencia.

Para el Consejero señor Claro más preocupante, sin embargo, es la evolución de las expectativas. Menciona que los aumentos de tasas de los últimos meses no han logrado disminuirlas, lo que sugiere que el mensaje no ha sido lo suficientemente claro. La dinámica actual de las expectativas de inflación refleja, en su opinión, que no existe conciencia que el Banco Central de Chile está en un serio esfuerzo por afectar el dinamismo de la economia como principal mecanismo para llevar la inflación a su meta. Le parece que los altos registros de actividad y demanda, significativamente por sobre lo esperado por el mercado aún cuando no necesariamente mayores que los esperados por el Banco Central, sugieren que los niveles de tasas de interés necesarios para lograr una caída importante en la inflación son significativamente mayores que los actuales. Indica el Consejero señor Claro que aún cuando el mercado ha aumentado sus expectativas de la evolución de las tasas, esta trayectoria no es suficiente para lograr la convergencia a la meta de 3%. Lo anterior, en opinión del señor Consejero, refleja que el mercado todavía no internaliza la trayectoria de política monetaria requerida para llevar la inflación a 3% en 2 años.

Asimismo señala el Consejero señor Claro, que la trayectoria de la Tasa de Política Monetaria implícita en los precios de los activos financieros y en las encuestas, coincide con niveles de actividad algo inferiores a los esperados para este año, y con tasas de inflación sustancialmente por sobre el objetivo de estabilidad de precios. Manifiesta el Consejero señor Claro que es fundamental cambiar esa trilogía para afectar las expectativas de manera significativa, y enfatizar que la estructura de tasas deberá ser mayor que la actualmente esperada por el mercado y que el crecimiento deberá ser menor que el esperado. Indica que el *IPoM* es un escenario adecuado para enfatizar este mensaje, y piensa que tiene un rol clave para afectar las expectativas. Manifiesta que su decisión de hoy se enmarca en este contexto. Señala que si el único objetivo es llevar la Tasa de Política Monetaria en los próximos meses a un nivel consistente con la convergencia inflacionaria en un contexto de expectativas ancladas, quizá no exista mayor diferencia entre subir 50 ó 75 puntos base, sujeto a que quede claro en el Comunicado que en el futuro serán necesarios aumentos adicionales de similar magnitud. Sin embargo, estima que se requiere además una comunicación que logre afectar las expectativas. Comenta el Consejero señor Claro que el escenario base discutido en la Minuta de Opciones supone que las expectativas de inflación son consistentes con su convergencia a la meta en el horizonte habitual, pero en las circunstancias actuales, le parece que este supuesto no es válido, y el *IPoM* debe ser claro en lograr esa convergencia. Un aumento de 75 puntos base favorece este efecto aunque por sí solo es insuficiente, y fortalece el mensaje del *IPoM*. Por otro lado, si ese Informe es suficientemente claro y contundente en su mensaje, en el sentido que se requiere un ajuste de demanda mayor al que el mercado espera, y que eso tiene asociado una trayectoria de tasas también superior a la implícita en los precios de los activos, entonces puede ser adecuado esperar la reacción del mercado al *IPoM*.

Por las razones expuestas, el Consejero señor Sebastián Claro expresa que vota por subir la Tasa de Política Monetaria en 50 puntos base, en el marco de un mensaje claro y nítido sobre la trayectoria futura de la política monetaria. Indica que en la medida que el mensaje del *IPoM* no logre generar un cambio en la trayectoria esperada para la inflación, serán necesarios ajustes aún mayores en la tasa de manera de afectar las expectativas de inflación y acercarse al escenario base considerado en la Minuta de Opciones.

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

Señala el señor Consejero que se llega a esta Reunión luego de completar los ejercicios de preparación del próximo *IPoM*, de manera que se cuenta con un diagnóstico macro bastante afinado, que pone de relieve el deteriorado panorama inflacionario que se enfrenta.

Comenta el Consejero señor Marshall que el escenario externo sigue siendo muy complejo, la desaceleración en las economías desarrolladas se observa reafirmada, especialmente, al considerar las perspectivas para el próximo año, los precios de las materias primas se mantienen altos y las presiones inflacionarias no se disipan, en tanto la crisis financiera continúa en desarrollo y todo indica que no se despejará con prontitud. Por su parte, menciona que los riesgos para la economía mundial han aumentado, y existe bastante incertidumbre sobre el desenvolvimiento de la crisis financiera y sus eventuales efectos sobre las instituciones financieras y la provisión de crédito para la economía real. Agrega el Consejero señor Marshall, que también existen grados importantes de incertidumbre sobre la evolución futura de las economías emergentes y sobre el curso que seguirán los precios de las materias primas. Comenta también que en el escenario más probable, el crecimiento proyectado seguirá siendo alto para estándares históricos y que los precios de las materias primas se mantendrán en niveles elevados. En ese marco, estima que las fuerzas provenientes de la economía mundial no brindarían un apoyo significativo a la reducción de la inflación doméstica, lo que en su opinión tiene implicancias para la política monetaria.

Comenta el Consejero señor Marshall que en el frente interno, los mercados monetario y crediticio continúan en un proceso de ajuste gradual, el cual se inició tímidamente como resultado de la maduración del ciclo expansivo de los últimos años, pero que, en lo más reciente, se ha visto apoyado por el aumento de la inflación y el endurecimiento de la política monetaria.

Menciona el señor Consejero, que el peso se mantiene en un nivel depreciado respecto de su registro más bajo observado en marzo pasado, si bien no parece muy desviado de lo que se esperaba hace un año atrás. En todo caso, señala que la depreciación de los últimos meses ha contribuido, en alguna medida, a alimentar la dinámica inflacionaria de corto plazo, lo que ha puesto un peso adicional a la política monetaria en su tarea de reducir la inflación.

Hace presente el Consejero señor Marshall que el registro de IMACEC de julio, reafirma las perspectivas de un crecimiento anual moderado, por sobre lo sugerido por las cifras del primer semestre, pero bastante en línea con el proyectado a principios de año. En todo caso, estima que los sectores de actividad más relevantes para la determinación de la inflación interna crecen por sobre el promedio y por encima de sus tasas de tendencia, a lo que se agrega que las holguras en dichos sectores parecen ser muy estrechas. Indica asimismo, que la demanda mantiene su dinamismo e incluso, en el segundo trimestre del año, se aceleró. En general, le parece que las cifras que se han conocido se ubican bastante por sobre las proyectadas con anterioridad. Señala que respecto al consumo, no obstante los aumentos de precios y el ajuste en las condiciones crediticias, mantiene una tasa de expansión apreciable, mientras la inversión sigue creciendo con fuerza. Indica el señor Consejero que congruente con lo anterior, el empleo se expande en forma considerable, incluso se acelera en el último mes, pero la tasa de desocupación permanece estable debido al significativo aumento de la fuerza de trabajo.

Por su parte, señala el Consejero señor Marshall que el panorama inflacionario sigue muy deteriorado; la inflación se mantiene alta y su propagación y persistencia han aumentado. Agrega, que el registro mensual de agosto no ha cambiado este diagnóstico. Asimismo, las proyecciones de corto plazo indican que la tasa anual permanecería en torno a su nivel actual durante los próximos meses, si bien los registros mensuales descenderían hacia fines de año. En este contexto, le parece que las expectativas de inflación se han mantenido altas.

No obstante lo anterior, el señor Consejero señala que las remuneraciones nominales mantienen una evolución moderada, lo que constituye un signo alentador en medio de un panorama inflacionario más bien sombrío. Con todo, indica que el riesgo de una aceleración de los salarios sigue presente, razón por la que su evolución futura debe ser monitoreada con atención.

Comenta el Consejero señor Enrique Marshall, por otra parte, que las expectativas para la Tasa de Política Monetaria se han ajustado a la luz de las cifras de inflación y actividad conocidas, pero también en respuesta a las acciones de política monetaria. Así, menciona que en estos momentos, el mercado espera que la Tasa de Política Monetaria suba entre 100 y 125 puntos base en los próximos meses, incluyendo el que se produzca en esta Reunión.

En suma, estima que el diagnóstico no es distinto al de meses anteriores. Se enfrenta un severo *shock* de costos que, en un contexto de holguras de capacidad relevantes muy estrechas y de una demanda muy dinámica, se ha traducido en un fuerte aumento de la inflación y en una propagación y persistencia de la misma, bastante altas. Agrega, que la reacción de política monetaria coherente con este cuadro no puede ser otra que volver a subir la Tasa de Política Monetaria. Señala que se puede discutir la magnitud del ajuste requerido en

esta oportunidad, pero se debe descartar completamente la opción de mantener la Tasa de Política Monetaria. Esta reacción se justifica no solo porque se enfrenta un nivel más alto de inflación presente y futura, sino también porque la economía requiere de un ajuste moderado en sus variables reales con el objeto de asegurar la convergencia inflacionaria.

Señala el Consejero señor Enrique Marshall que un incremento de 75 puntos base podría justificarse, considerando la corrección monetaria que resta por hacer, pero es superior al esperado por el mercado, por lo mismo, estima que sorprendería y podría generar ruido y costos innecesarios. Por otro lado, un ajuste de 25 puntos base debe ser descartado porque es claramente insuficiente como reacción de política, frente al deteriorado panorama inflacionario y no sería coherente con la magnitud del ajuste monetario requerido. Por último, comenta que un incremento inferior a 50 puntos base se entendería como una señal de aflojamiento de la política monetaria.

En consecuencia, el Consejero señor Enrique Marshall se inclina por un nuevo incremento de 50 puntos base, decisión que debería ir acompañada de un mensaje muy claro en el sentido que, en el escenario más probable, la Tasa de Política Monetaria deberá aumentar en una magnitud importante en el curso de los próximos meses, pudiendo llegar incluso más allá de lo que anticipa el mercado en estos momentos. Lo anterior, en su opinión, no obsta para seguir evaluando con atención los distintos desarrollos que tienen incidencia sobre la inflación y, en particular, los efectos de las alzas de tasas ya materializadas y las que se anticipan hacia adelante.

Manifiesta el Consejero señor Enrique Marshall, que esta decisión refuerza el sello restrictivo de la política monetaria, pero mantiene un matiz de prudencia, que busca, por un lado, proveer flexibilidad para dosificar los próximos movimientos de la Tasa de Política Monetaria y, por otro lado, facilitar el ajuste que necesariamente deben emprender los agentes económicos, especialmente, en lo referido a sus decisiones de consumo e inversión.

En consecuencia, por las razones expuestas, el Consejero señor Enrique Marshall vota por subir la Tasa de Política Monetaria en 50 puntos hasta 8,25%.

El Consejero señor Manuel Marfán agradece como siempre el análisis efectuado por el *staff*. Indica que en esta ocasión se cuenta con menos información que la habitual, ya que solo hoy se dieron a conocer importantes datos de la coyuntura, no siendo posible evaluar en profundidad la reacción del mercado y de los analistas. Indica, en particular, que no se cuenta con una Encuesta de Expectativas Económicas actualizada, respecto de la Reunión anterior. A la vez, sin embargo, indica que nos beneficiamos de la cercanía del próximo *IPoM* y del escenario central allí contenido.

Agrega el señor Consejero que, respecto de la Minuta de Opciones, hace suyo el listado de antecedentes relevantes a considerar desde la Reunión de Política Monetaria anterior, contenido en el párrafo dos de la misma, que da por reproducido, a lo cual agregaría tres elementos importantes. Primero, que la evidencia confirma que se ha acentuado la propagación de los *shocks* inflacionarios hacia otros precios. Segundo, que la compensación inflacionaria implícita en los precios de los activos ha aumentado respecto de la Reunión de Política Monetaria anterior, dando cuenta que las expectativas se mantendrían desalineadas con la meta y el horizonte de política. Y tercero, que el mercado financiero reaccionó con fuerza a la decisión de hace un mes de elevar por segunda vez consecutiva la Tasa de Política Monetaria en 50 puntos base y de hecho espera mayoritariamente que la decisión de hoy sea la misma.

Comenta el Consejero señor Manuel Marfán, que en este conjunto de antecedentes hay algunas contradicciones potenciales que espera se resuelvan pronto y para bien. Indica que las expectativas privadas de inflación superan las proyecciones del Banco Central, y que las expectativas de crecimiento de la actividad, en el mediano plazo, también superarían las nuevas proyecciones de la Institución. Agrega, que el Banco Central de Chile, en tanto, ha señalado que hará todo lo que esté a su alcance para alinear la inflación hacia 3% en dos años, y el mercado sí parece creer que el Banco será proactivo, es decir, espera un Banco Central que esté delante de la curva. Agrega el Consejero señor Marfán que el problema de esta combinación, es que mientras más demoren las expectativas en alinearse con la meta, mayores serán los costos reales, en términos de crecimiento y empleo, de la política de estabilización.

Hace presente el Consejero señor Manuel Marfán, que desde esta perspectiva solo cabe reiterar que el Consejo hará todo lo que esté a su alcance para alinear la inflación hacia el 3% en dos años, aunque ello implique costos reales superiores a los esperados. Aún así, estima que esos mayores costos reales son menores que los que habrían si se hubiera sido contemplativo con la inflación. Señala que la moderación de la propagación inflacionaria requiere una economía más bien fría, es decir, una economía creciendo moderadamente por debajo del producto de tendencia durante un plazo más o menos equivalente al horizonte de política. En su opinión, este es un componente aún no internalizado por los agentes privados y por los analistas.

Indica el Consejero señor Marfán que por cuarta vez consecutiva, hace presente que cambios en la Tasa de Política Monetaria de 50 puntos base deben reservarse para ocasiones espacialísimas y le parece que la actual coyuntura sigue siéndolo. Agrega que descarta, por ahora, un aumento de 75 puntos base, ya que su justificación sería más bien preventiva, en el caso que se diera uno de los escenarios de riesgo.

Menciona que en la antesala del próximo *IPoM*, la decisión debe ser consistente con el escenario base que se dará a conocer, y cuyo eje pasa por alinear las expectativas de inflación con la meta de política y que mientras antes se dé ese alineamiento, los costos reales de la estabilización serán menores.

En consecuencia, por las razones expuestas, el Consejero señor Manuel Marfán vota por subir la Tasa de Política Monetaria en 50 puntos base, manteniendo un tono *hawkish* en el Comunicado.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux señala que en las últimas tres Reuniones de Política Monetaria la decisión de política fue afectada de manera decisiva por novedades tanto en el plano interno como externo.

Comenta que en el plano externo, el componente más significativo fue el *shock* que experimentaron los precios de los bienes primarios, y en el plano interno, y en parte como consecuencia de lo anterior, las novedades se relacionaron con inflaciones superiores a las esperadas. En el mes de agosto, se percibió asimismo un grado de propagación inflacionaria superior al estimado en meses previos, lo que dio lugar a tres ajustes sucesivos de 50 puntos base en la Tasa de Política Monetaria.

Comenta el señor Vicepresidente que para esta Reunión, después de mucho tiempo, las noticias en materia inflacionaria no contienen sorpresas. Por el lado de los costos importados, los precios de los *commodities* han experimentado descensos, que en algunos casos han sido significativos, pero se mantienen en niveles elevados, y no se espera que se constituyan en un factor desinflacionario importante, no obstante la mayor debilidad que se

observa en las economías desarrolladas. Indica que pese a esta ausencia de sorpresas, las opciones de política para esta Reunión son las de un aumento de 50 ó 75 puntos base.

El Vicepresidente señor Desormeaux comenta que como lo señala la Minuta de Opciones, el principal antecedente para esta decisión es el escenario central del *IPoM* de septiembre, el cual se encuentra en elaboración. Indica que éste reconoce la necesidad de ampliar las holguras de capacidad de la economía chilena como ingrediente esencial para reducir la tendencia inflacionaria y converger a 3% en el horizonte de política. Señala que esta situación se ve dificultada porque en el presente año la actividad, y especialmente la demanda interna, están creciendo por encima de lo previsto y dado que no se espera una desaceleración significativa de la economía mundial, la tarea de la ampliación de las holguras queda entregada por entero a la Política Monetaria. Al respecto, señala que el escenario central del *IPoM* de septiembre sugiere que se requiere un aumento de entre 100 y 150 puntos base adicionales en la Tasa de Política Monetaria para generar dichas holguras y garantizar la convergencia inflacionaria. En consecuencia, y dada la preferencia por ajustes graduales, ello es plenamente coherente con la opción de aumentar la Tasa de Política Monetaria en 50 puntos base en esta Reunión. Agrega que esta decisión es además la que espera el mercado en forma generalizada.

Sin embargo, manifiesta el Vicepresidente señor Desormeaux que la opción de aumentar la Tasa de Política Monetaria en 75 puntos base tiene algunas ventajas que es necesario ponderar. En primer lugar, para una adecuada evaluación, deben considerarse también los escenarios de riesgo, y aquí surge en primer lugar, la preocupación por el elevado dinamismo de la demanda interna y de la actividad, que podría seguir presionando las holguras de capacidad en los próximos meses, postergando así la convergencia inflacionaria. En segundo lugar, la evolución de las remuneraciones podría exacerbar las presiones de costos, especialmente dadas las escasas holguras en el mercado laboral. Por último y en tercer lugar, las expectativas del sector privado siguen anticipando una ampliación de holguras más gradual que la prevista en el escenario central del *IPoM*, y una inflación superior a la meta, al cabo de 24 meses, pese a contemplar una trayectoria similar para la Tasa de Política Monetaria. Comenta el señor Vicepresidente que en la medida que dichas expectativas persistan, éstas pueden transformarse en una profecía autocumplida, obligando a aumentar la dosis de ajuste contemplada en el escenario central, ya que resultará insuficiente para garantizar la convergencia inflacionaria. Indica que desde esa perspectiva, un ajuste de 75 puntos base puede entenderse como una anticipación del ajuste que contempla el escenario base, y que puede constituir un seguro, frente a la materialización de esos escenarios de riesgo. Ello, sin perjuicio que el escenario internacional aún presenta una elevada incertidumbre y representa un escenario de riesgo, pero que apunta en la dirección contraria. Agrega el Vicepresidente señor Desormeaux que la opción por un aumento de 75 puntos base no sería una sorpresa completa para el mercado, ya que esta opción ha sido mencionada en las Minutas de las Reuniones anteriores.

En suma, señala el Vicepresidente señor Jorge Desormeaux que por las razones expuestas, tiene una preferencia por un ajuste de 75 puntos base en esta Reunión, pero señala que también valora, de manera especial, el hecho que la decisión de hoy cuente con un fuerte respaldo del Consejo. Por ello, su voto se sumará a la mayoría si ésta se inclina por la opción alternativa de 50 puntos base.

El Presidente señor José De Gregorio manifiesta que las recientes cifras de evolución macroeconómica no distan mucho de las proyecciones y, por lo tanto, no hay razones para desviarse de la trayectoria de política monetaria la que en el último tiempo aparece como la más adecuada, esto es, seguir subiendo la Tasa de Política Monetaria.

Menciona que existen antecedentes que permitirían un panorama algo más benigno en materia inflacionaria. En particular, la evolución de los salarios muestra que no es una fuente significativa de mayor inflación, aunque es rol del Banco Central de Chile evitar preventivamente con medidas de política monetaria que esto ocurra dados los riesgos de propagación que se enfrentan. Indica que los salarios deben continuar con un ritmo de crecimiento moderado, y coherente con la convergencia de la inflación a la meta, ya que de otro modo se haría significativamente más costosa la desinflación.

Por otra parte, señala el señor Presidente que los precios de las materias primas, en especial del petróleo, han descendido y las expectativas son algo mejores que hace unas semanas atrás. Le parece que la evolución de la economía mundial, con una desaceleración en el mundo desarrollado, es consistente con un escenario de mayor debilidad de los precios de materias primas, lo que al menos permite descartar, con alta probabilidad, alzas significativas. No obstante, señala que sería inconveniente descansar en un escenario optimista para contener las presiones inflacionarias, en especial, cuando se observan propagaciones más allá de lo razonable. Más aún, le es difícil pensar que el debilitamiento de los precios externos, excepto por la gasolina, vaya a resultar en una caída de los precios internos, en particular en condiciones donde la demanda interna crece con elevado dinamismo.

Manifiesta el Presidente señor José De Gregorio que aún existen variables que se ubican en niveles inadecuados, en especial las elevadas expectativas de inflación, que persisten a pesar de las decisiones de política monetaria más recientes. Dichos niveles son preocupantes, pues constituyen una potencial causa de los efectos de segunda vuelta que se están observando y que pueden poner dificultades a la caída de la inflación, en la medida que se transmitan a la formación de precios y salarios, de modo que una normalización pronta de estas expectativas hará más fácil la convergencia de la inflación a la meta. Asimismo, señala que las noticias de actividad, que revelan un dinamismo de la economía algo superior a lo que se preveía hace algunos meses atrás, al menos para el mercado, podría mantener más allá de lo prudente las presiones inflacionarias ya existentes.

Con todo, estima que en el escenario más probable, en los próximos meses se debería comenzar a observar menores registros de inflación, pero se tiene que actuar con la política monetaria de tal forma que dichos registros se consoliden. Señala el Presidente señor José De Gregorio que se está en una situación bastante compleja, donde hay incertidumbre más allá de lo usual sobre la dinámica inflacionaria y los mecanismos por los cuales el *shock* inicial de inflación externa se ha estado filtrando a muchos otros precios. No obstante, en cualquier escenario, la respuesta de política monetaria es inambigua y su dirección hoy es al alza de tasas. Además, menciona que nuevamente es aconsejable mantener en la comunicación un sesgo al alza, pues eso es lo que se espera que siga ocurriendo en el corto plazo.

El Presidente señor De Gregorio indica que si bien le parece razonable descartar un alza de 25 puntos base, y su opción preferida es subir 50 puntos base, no es obvio descartar un alza de 75 puntos base, adelantando futuros ajustes. No obstante, dicha comunicación sería extremadamente compleja, ya que si no se hizo en ocasiones anteriores, no hay una razón especial para hacerlo hoy, por lo tanto podría entregar una señal muy confusa al público y a los mercados, a no ser que se quiera indicar que el ajuste viene mucho más severo aún de lo que espera el mercado.

Por todo lo anterior, el Presidente señor José De Gregorio vota por subir la Tasa de Política Monetaria en 50 puntos base hasta 8,25% y mantener el sesgo al alza.

A continuación, el Presidente señor José De Gregorio consulta al Vicepresidente señor Jorge Desormeaux, si en definitiva su voto también es por subir la tasa en 50 puntos base.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux señala que, considerando el resultado de la votación, se adhiere a la decisión de la mayoría de los Consejeros en cuanto a subir la Tasa de Política Monetaria en 50 puntos base.

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

127-01-080904 – Tasa de Política Monetaria.

En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile, acordó aumentar la tasa de interés de Política Monetaria en 50 puntos base, hasta 8,25% 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 50 puntos base, hasta 8,25% anual.

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

En el ámbito externo, las perspectivas de actividad para las economías desarrolladas siguen débiles y los mercados financieros internacionales continúan tensionados. El precio del petróleo ha seguido cayendo pero, al igual que otros productos básicos, está aún en niveles elevados. Se mantienen las presiones inflacionarias en el mundo, en especial en las economías emergentes.

En el plano interno, la información disponible de actividad para el tercer trimestre es coherente con las perspectivas de que la expansión anual de la economía en el segundo semestre, será significativamente mayor que en la primera mitad del 2008. La demanda interna continúa creciendo a tasas elevadas, particularmente en su componente importado y el desempleo se ha mantenido estable.

La inflación de agosto estuvo dentro de lo anticipado, aunque sigue siendo elevada. Las distintas medidas subyacentes de inflación siguen altas, confirmando que la propagación inflacionaria ha sido mayor que la prevista hace unos meses. Hasta ahora, la dinámica salarial sigue ajustada a patrones históricos.

El Consejo reafirma su compromiso de conducir la política monetaria de manera de reducir la elevada inflación actual hacia 3% en el horizonte de política. Ello resulta esencial para alinear la dinámica inflacionaria con el objetivo de estabilidad de precios. La trayectoria futura de la TPM contempla ajustes adicionales para asegurar la convergencia de la inflación a la meta, a un ritmo que 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 17:35 horas.

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Vicepresidente

JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Presidente

ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero

MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero

SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero

ANDRÉS VELASCO BRAÑES
Ministro de Hacienda

MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe

BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA Nº 129
celebrada el 9 de octubre de 2008

En Santiago de Chile, a 9 de octubre de 2008, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don José De Gregorio Rebeco y con la asistencia del Vicepresidente don Jorge Desormeaux Jiménez y de los Consejeros don Manuel Marfán Lewis, don Enrique Marshall Rivera y don Sebastián Claro Edwards.

Ministro de Hacienda, don Andrés Velasco Brañes.

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

El Presidente señor José De Gregorio señala que se dará comienzo al análisis de la coyuntura, intentando focalizar los temas desde una perspectiva de discusión global más que de datos específicos. Para ello, solicitó comprimir las presentaciones, favoreciendo la discusión sobre las percepciones, respecto de la mencionada valoración global.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García señala que la presentación tiene varios cambios respecto a lo que es habitual. En primer lugar, indica que el escenario internacional estará focalizado sobre la situación financiera de los mercados. En segundo término, en relación con la presentación de la situación doméstica, indica que se comenzará evaluando la situación financiera, en particular respecto a un primer apronte sobre cuán restrictivas pueden ser actualmente las condiciones financieras en relación a lo que se debiese esperar, dada la Tasa de Política Monetaria y las tasas largas. Finalmente, precisó que se efectuará una revisión del escenario de riesgo del *IPoM*, que se parecía bastante a lo que se está configurando hoy día como escenario base. Indica que en todo caso, no se ha cambiado el escenario base del *IPoM* y que no se tiene un escenario nuevo, pero lo que se vislumbra está constituyéndose en la visión de consenso sobre el crecimiento mundial, *commodities*, y otros, lo que es bastante parecido a lo que se tenía en este escenario alternativo del *IPoM*, salvo en algún par de aspectos. En consecuencia, menciona que se tomará ese escenario para revisar las proyecciones sujetas al escenario alternativo, lo que implica trayectorias de tasa de política monetaria, inflación, crecimiento, y otros aspectos relevantes.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco señala que le parece apropiado resumir la presentación y que al final se cuente con mayor tiempo para intercambiar puntos de vista y así informar la discusión de la tarde.

A continuación, el Presidente señor De Gregorio señala que la presentación de la parte internacional la efectuará el economista senior don Felipe Jaque ,quien en esta ocasión reemplazará al Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann.

El señor Felipe Jaque indica que su presentación comenzará con un análisis del escenario financiero internacional de la última semana. Menciona que se ha producido un incremento en el nerviosismo en los mercados, impulsado por la quiebra del banco de inversión Lehman Bros. Agrega que se puede observar el aumento de las primas de *Credit Default Swaps* (CDS) para la mayoría de las instituciones financieras en Europa, Estados Unidos de América y Reino Unido, comparado con la última Reunión de Política Monetaria. Dichas primas se mantienen relativamente altas hasta el día de hoy. Agrega el señor Jaque que el panorama de liquidez se observa también a plazos mayores en las economías desarrolladas. Comenta que existe una mayor percepción de riesgo, la que aumenta a niveles no observados durante el desarrollo de esta crisis. Al respecto, agrega que los riesgos se elevan a niveles no observados durante el desarrollo de la crisis *subprime*. Indica que al observar el periodo que va desde julio - agosto del año pasado a la fecha, se aprecia que estos niveles de riesgo se vieron para mercados desarrollados en la crisis de fines de los años 80, pero que no se habían vuelto a observar en los últimos eventos. Menciona que durante las últimas semanas, se suman al plan de rescate propuesto por Estados Unidos de América, los principales bancos ingleses y que además hay garantías de depósitos en medio de la crisis de confianza en el sistema financiero europeo. Señala que lo que se observa es que una vez que suben los premios de CDS para la banca en Europa, algo se devuelven con el anuncio del plan de rescate, apreciándose una caída bastante pronunciada de los títulos accionarios de esos bancos. Indica que no hay una recuperación en el margen, pero ésta sí se observa para los premios de cobertura de riesgo. Comenta el expositor que se aprecia un descenso generalizado en los precios de activos emergentes, es decir, aumentos de primas.

Respecto de las garantías de los depósitos, el Consejero señor Sebastián Claro consulta si hay evidencia de flujo significativo de dineros hacia los bancos de países donde se otorgaron las garantías o si ello está siendo restringido por las nuevas garantías. El señor Jaque responde que se especuló con que se podría haber producido un flujo hacia Irlanda, que había otorgado una garantía ilimitada, versus España y otros países que tenían algún límite a los depósitos. Sin embargo, señaló que no se alcanzó a chequear si es que hubo algún flujo efectivo hacia esos otros mercados. Agrega el señor Jaque que las nuevas garantías en Irlanda y Alemania se refieren a todos los depósitos, tanto a la vista como a plazo.

El Consejero señor Enrique Marshall menciona que probablemente las diferencias que se observan entre bancos, se deban a que les ha ido mejor a los que tienen una fuerte base de depósitos, lo que sería interesante conocer por su implicancia política. Agrega que los que corresponden a un tipo de banca tradicional han salido mejor posicionados que los que han sido más innovadores en líneas generales y menciona como ejemplo, al Banco Lloyd's inglés que tiene una gran base de depósitos. El señor Felipe Jaque comenta que parte del rescate se impulsó, en cierta medida, por el problema que experimentó The Royal Bank of Scotland en los días previos, ya que presentaba demasiada exposición a esos activos más innovadores. El Consejero señor Enrique Marshall agrega que The Royal Bank of Scotland no solo tenía mucha exposición de activos nuevos, sino que una gran dependencia del mercado. Señala que los bancos que se financian, fondean vía depósitos de clientes, los hace estar mucho más estables y que por el contrario, los que se fondean en el mercado monetario, con emisiones de bonos, papeles comerciales, y otros, son los que están más afectados.

Respecto de los activos de economías emergentes y de mayor riesgo en los mercados desarrollados, el señor Felipe Jaque informa que lo que se observa son aumentos de

primas sustanciales en *high yielders* y que también se aprecian aumentos de primas en los *spreads* soberanos en economías emergentes. Por otra parte, señala que se perciben caídas dramáticas en los índices agregados de economías desarrolladas y en economías emergentes. Agrega que lo anterior está dolarizado, por lo que parte de ello también se ve afectado por la apreciación del dólar frente a todas esas monedas.

Por el lado de las acciones de política que se han visto en las últimas semanas, menciona el señor Jaque que se aprecia un aumento de provisión de liquidez por parte de la Reserva Federal para el mercado local y a otros bancos, a través de las líneas *swap*. Asimismo, señala que las líneas de financiamiento que está ofreciendo la Reserva Federal totalizan cerca de 600 billones de dólares y menciona que esa Institución comunicó que podría incrementar hasta el doble esa suma a través de las líneas TAF anunciadas a principios de esta semana. El expositor señala que la gráfica que se exhibe muestra las líneas *swap* que se han utilizado hasta el momento, pero comenta que no constituyen el total de líneas swaps que superaron los 300 billones que ofreció la Reserva Federal a los otros bancos centrales. Comenta por ejemplo, que Canadá no ha ocupado esa línea swap en este episodio, pero que en cambio sí hay bastante uso de ella por parte del Banco Central Europeo.

El Consejero señor Enrique Marshall menciona que esas líneas *swap* son entre los bancos centrales y consulta de qué forma estas instituciones inyectan posteriormente liquidez en sus respectivos mercados. El Gerente de División Estudios señor Pablo García señala que la experiencia, por lo menos hasta hace diez días atrás con el último anuncio que se efectuó, fue que se trataba efectivamente de contratos *swaps* en el mercado local, con licitaciones y con *spreads* sobre la OIS que eran relativamente bajos, del orden de 50 puntos sobre la OIS. Sobre el particular, el Presidente señor José De Gregorio agrega que la forma de efectuar estas operaciones es similar a lo que hace el Banco Central de Chile, es decir, "swapean" con moneda doméstica a plazos de 28 días.

El señor Felipe Jaque indica que en las acciones de política se aprecia el recorte aprobado en el día de ayer de las tasas de política en Estados Unidos de América, Zona Euro y algunos otros países de Europa, y que lo que se tiene en el fondo es que el mercado de todas formas sigue descontando recortes adicionales en Estados Unidos de América y Zona Euro. Agrega que los contratos futuros de FEDFUND y LIBOR combinados, muestran que las expectativas van hacia abajo, a 1% en Estados Unidos de América y se acercan al 3% para la Zona Euro. Menciona que otros bancos también recortan tasas de referencia, en particular en economías desarrolladas. Agrega además que otros bancos como Nueva Zelanda y Australia habían efectuado recortes en los últimos días, fuera del plan coordinado que se había observado el día anterior. Indica que Brasil e Indonesia aumentaron su Tasa de Política a principios de mes y que todos los otros recortes corresponden a la última semana.

Respecto a los flujos de activos en economías emergentes, señala el señor Jaque que en la gráfica se presentan los flujos que van a fondos de inversión en acciones y bonos, correspondiendo a una cifra acumulada. Explica también que se realizó un *rolling* de doce meses para cada una de las regiones y que se observa un ajuste bastante marcado para Asia, América Latina que entra en la zona negativa; y, en global los fondos que invierten en todas las regiones a la vez, se diversifican.

El Consejero señor Enrique Marshall comenta que se ha discutido respecto a si estas bajas de tasa son o no efectivas y menciona que observadas desde el punto de vista de los clientes, lo más probable es que tengan poco efecto porque los riesgos o los *spreads* son muy altos y que, por lo tanto, las tasas frente a los clientes van a seguir siendo altas. Agrega el señor Consejero que donde sí hay un efecto que no es menor es sobre los bancos, ya que mientras más empinada esté la curva para ellos, más rápido se fortalecen, salen adelante y se recapitalizan, por lo que se trata de una medida que fundamentalmente beneficia a los bancos más que a los clientes.

Indica el señor Felipe Jaque que si se revisan las primas por cobertura de riesgo para economías emergentes, se observa que hay un aumento significativo en las últimas semanas. Agrega que parte de las economías que han tenido mayores problemas de liquidez como Brasil, Corea y Rusia, muestran aumentos significativos de los CDS *spread* en la última semana.

El señor Felipe Jaque también presenta una comparación para las primas por riesgo corporativo en América Latina. En ella se aprecia que para Argentina, Brasil, Colombia y México hay aumentos significativos en el margen. Menciona que Chile se mantiene relativamente detrás de estos aumentos, pero que los hay de todas formas. Agrega el señor Jaque que la gráfica mencionada muestra que si se hace un foco sobre cómo se ha comportado el premio por riesgo en Chile, lo que se reporta diariamente es el premio soberano que tiene incluidos bonos de Codelco, y que si se excluye ese efecto de los bonos de Codelco, el *spread* soberano está relativamente plano en la última semana, y lo que estaría explicando este aumento de las primas por riesgo para bonos chilenos es una descomposición hacia bonos corporativos.

El Consejero señor Manuel Marfán consulta si lo que se señala es que los premios por riesgo se están trasladando a bonos soberanos puros y que estaría aumentando el *spread* entre bonos soberanos puros y los bonos corporativos. El Gerente de División Estudios señor Pablo García aclara que se trata solamente del caso de Chile.

El señor Felipe Jaque señala que en la gráfica que se muestra también se efectúa un desglose para hacer un foco en la historia. Indica en este sentido, que se exhibe una estimación bastante gruesa de los premios corporativos que se estaban pagando en la crisis asiática y posteriormente, al final de la secuencia de crisis en América Latina, que era sobre 400 puntos base. Menciona que lo que se está apreciando hoy día, son premios corporativos en torno a 250 puntos base, cifra que es bastante importante respecto a lo que se tenía hace un año, pero que no alcanza a los niveles que se observaron en las crisis de los últimos 10 años. Comenta que si se revisa en un desagregado, Codelco, Celulosa Arauco, bancos y Endesa, se aprecia que todos están aumentando y que en particular, existe algo de mayor premio para los bancos que están transando. Agrega que algunas de las primas que más han aumentado corresponden al Banco de Chile, Banco Santander y Celulosa Arauco.

Por el lado de las monedas, el señor Jaque indica que el dólar se aprecia frente a las principales monedas, con la excepción del yen. Agrega que todo indica que como el sistema financiero japonés está dentro de los sistemas desarrollados más sólidos, lo ha llevado a presentar esta ganancia del valor de su moneda. Señala que todas las otras monedas, incluyendo la libra esterlina, que se había depreciado bastante hasta antes de la Reunión de Política Monetaria pasada, y que después había hecho un *payback* dentro de los primeros días de septiembre, vuelve a depreciarse en las últimas dos semanas y que lo mismo también se presenta para las economías emergentes. Indica que si se hace un *zoom* sobre las economías emergentes, se observa que no hay regiones que se estén salvando de esa depreciación en las últimas dos semanas, y que sí se aprecia el efecto bastante marcado de Brasil, y que en Europa están Rusia y Corea empujando la depreciación en Asia. El Gerente de División Estudios señor Pablo García añade que otra razón para que se produzca la apreciación del yen es el *carry trade* que, si es que algo quedaba, probablemente desapareció en las últimas semanas.

Refiriéndose a los mercados de *commodities*, el expositor menciona que hay una fuerte y generalizada reducción. Señala que se observan caídas bastante significativas en las últimas semanas en los índices para energía, granos, cereales y metales. Comenta que si se analiza por producto, la gasolina también revierte en forma apreciable, respecto a lo que se conocía hace un mes atrás. Agrega que, asimismo, se aprecia una caída bastante brusca del trigo en los mercados internacionales y señala que otros productos agrícolas también están cayendo en el margen. Comenta que al hacer un foco sobre el petróleo y la gasolina, se muestra una proyección alternativa que considera los datos más *spot* y que es lo último que se

está transando en futuros en el mercado, junto con una convergencia bastante más rápida a valores considerados de largo plazo hasta a la fecha, en torno a 80 dólares, convergiendo a principios del 2009 o fines de este año. Menciona el señor Jaque que si se observa el mercado de la gasolina, se aprecia un ajuste bastante marcado de las curvas de futuro y también que la proyección alternativa considera mucho más los datos de los últimos días versus el promedio de los últimos 10 días, que es lo habitual que se considera para cada una de las Reuniones de Política Monetaria. Respecto del precio de la gasolina, señala el señor Jaque que se ajusta a la baja y que la proyección converge más rápidamente a valores considerados de largo plazo, con la información a esta fecha. Menciona que la proyección de la Reunión de Política Monetaria del mes septiembre indica que hay un ajuste bastante marcado respecto de la proyección de esta Reunión, que consiste en converger más rápidamente hacia los dos dólares y que lo que se tiene en el fondo es el mercado de futuros que también da alguna señal que el mercado aún no incorpora mayores descensos en las expectativas. El señor Jaque comenta que las noticias que muestra Estados Unidos de América para el tercer trimestre son bastante negativas aún. Indica que se va a observar una corrección de las perspectivas de crecimiento para el 2009, pero que para el 2008 no se produce un gran efecto. Indica que en la Zona Euro, si bien hay datos mixtos, se aprecia que en las encuestas de confianza las principales economías se mantienen en niveles bajos. Menciona que se consideran optimistas los pivotes de 50, por ejemplo en los PMI para la Zona Euro completa, lo que lleva a configurar el siguiente escenario. Primero, que el escenario base que se tenía en septiembre es de un crecimiento mundial del 4% y para los socios comerciales de un 3,5%. En el WEO hay una corrección en las principales economías para el 2009, que lleva el crecimiento a 3% para el mundo y los socios comerciales se ajustan también medio punto, respecto a lo que se tenía en septiembre. Lo que se muestra en los gráficos respectivos es el escenario alternativo actualizado que se había presentado en el IPOM. Ello significa considerar primero ponderadores nuevos para las economías, que fue lo que publicó el WEO de octubre de 2008, y un ajuste marcado el año 2009 donde se aprecia una recesión para Estados Unidos de América que dura más de lo que se anticipaba en el escenario base. Sobre las economías emergentes, señala que también se tienen efectos. En América Latina los exportadores de productos básicos se ajustan fuertemente respecto de lo que se tenía en el escenario base de septiembre.

El Presidente señor José De Gregorio menciona que los países del mundo siempre han sido afectados cuando ha habido recesión en Estados Unidos de América. Comenta que en estas situaciones el mundo promedia 2%, que es el número que recuerda y cuando todo está bien está en 3%. Señala que decir que China se proyecta al 9% u 8,5% puede ser un poco optimista.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García menciona que el escenario alternativo tiene como base lo que se discutió en el *IPoM*, que era un escenario pesimista de crecimiento mundial, pero que ese mal escenario se actualizó con lo que se observó del WEO y en algunos bancos de inversión, pero que sigue siendo cualitativamente similar a lo que se conocía como escenario negativo en el *IPoM*.

El señor Felipe Jaque indica que es importante considerar que para las economías emergentes se está tomando en cuenta una "elasticidad" del efecto de menor crecimiento en economías desarrolladas, mayor de lo que se ha observado en los últimos quince años. Comenta que al respecto se hizo una estimación en que el impacto es un punto menos de crecimiento en las economías desarrolladas y menos de un punto negativo en economías emergentes, considerando la caida de precios de los *commodities* que es bastante abrupta, en lo más reciente. Agrega el expositor que para Estados Unidos de América, la Zona Euro y Japón lo que se ha hecho en esta presentación es perfilar lo que sería un escenario de recesión, considerando las velocidades del PIB para la segunda mitad del 2008 y para la primera mitad del 2009. Finalmente, indica el señor Jaque que todo lo anterior configura un precio del petróleo, convergiendo bastante rápido hacia los 80 dólares y un precio del cobre también convergiendo.

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria Nº 129.

El Presidente señor José De Gregorio fija la Reunión de Política Monetaria del mes de abril de 2009, para el día jueves 9. Posteriormente, ofrece la palabra al Gerente de División Estudios señor Pablo García para que presente las Opciones de Política Monetaria para esta Reunión.

El Gerente de División Estudios señala que en la última Reunión de Política Monetaria, el Consejo acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base, hasta 8,25% anual, dado el deterioro que habia experimentado el panorama inflacionario y para asegurar la convergencia de la inflación hacia el 3%. Asimismo, indica que se reafirmó el compromiso de conducir la política monetaria de manera de reducir la elevada inflación actual hacia 3% en el horizonte de política, señalando que ello resultaba esencial para alinear la dinámica inflacionaria con el objetivo de estabilidad de precios. Indica el Gerente de División Estudios señor García que en el escenario más probable, la trayectoria futura de la Tasa de Política Monetaria contemplaba ajustes adicionales para asegurar la convergencia de la inflación a la meta, a un ritmo que dependería de la nueva información que se acumulara y de sus implicancias sobre la inflación proyectada.

Agrega el Gerente de División Estudios, que desde dicha Reunión, las principales noticias que se han acumulado son las siguientes. En primer término, que en el ámbito internacional, los mercados financieros se encuentran en extremo tensionados, a causa de la desconfianza que ha emergido en los mercados interbancarios de Estados Unidos de América y Europa, y que se ha reflejado en primas por riesgo que alcanzan niveles inéditos. Ello ha agudizado los problemas de liquidez y conducido a caídas abruptas en bolsas y precios de *commodities*. Indica que bajo este contexto, el dólar se ha apreciado, especialmente frente a monedas de economías emergentes, cuyas cotizaciones exhiben caídas significativas.

En segundo lugar, menciona que los bancos centrales y gobiernos de países desarrollados han adoptado diversas medidas tendientes a normalizar la liquidez y enfrentar los problemas de insolvencia bancaria. Señala el señor García que en lo más reciente, anticipando una fuerte desaceleración de la actividad y buscando restablecer la confianza de los mercados, los bancos centrales de Estados Unidos de América, Zona Euro, Inglaterra, Canadá, Suiza y Suecia recortaron sus tasas de política monetaria en 50 puntos base.

Indica también el señor García que en este escenario, el mercado anticipa que el crecimiento mundial para 2009 se ajustaría a la baja, así como las proyecciones de precios de los *commodities*.

Hace mención el Gerente de División Estudios que los mercados financieros locales no han estado ajenos a las tensiones internacionales, observándose reacciones importantes en las variables financieras. Destaca también, la magnitud de la depreciación del tipo de cambio en pesos, respecto del dólar desde el cierre estadístico del *IPoM* (cerca de 17%, equivalente a un aumento de casi $100). Asimismo, señala que la liquidez en dólares y en pesos también se ha visto afectada en los mercados internos, con aumentos en los *spread on-shore* y en las tasas del sistema financiero.

Asimismo, indica el Gerente de División Estudios señor García que las cifras internas de actividad y demanda tuvieron un débil desempeño en agosto. Agrega que no obstante, la aún escasa información y la volatilidad de las cifras mes a mes no permiten modificaciones sustanciales al panorama de actividad de corto plazo considerado en el *IPoM*. Las expectativas privadas (EEE) redujeron el crecimiento esperado tanto para el 2008 como para el 2009, ubicándolo en 4,1% y 3,5%, respectivamente (4,3% y 4,2% el mes pasado).

Indica también el señor Garcia que en septiembre, la inflación mes a mes volvió a mostrar un incremento importante, aunque en línea con lo previsto en el escenario base del *IPoM* de septiembre. Señala que a diferencia de meses previos, una parte importante de la mayor inflación del mes se concentró en los precios de los combustibles y tarifas. Los salarios crecieron mes a mes bastante menos que en el mes previo.

Destaca que las compensaciones inflacionarias, aunque con una alta volatilidad en el mes, se ubican en niveles significativamente menores a los vigentes para la reunión anterior.

Hace mención que el escenario de inflación de corto plazo, por la depreciación del peso, es cerca de medio punto porcentual mayor que el considerado en el *IPoM* para el IPC. Agrega el señor García, que las expectativas privadas (EEE) se corrigen al alza en el corto plazo, pero medio punto a la baja a 24 meses. Señala que las compensaciones inflacionarias se han reducido de manera significativa.

Asimismo, indica el Gerente de División Estudios señor García que las principales consideraciones tras las opciones de política en esta ocasión son tres: (i) la elevada probabilidad de materialización de un escenario alternativo de mediano plazo con menor crecimiento global, menores precios de *commodities* y un peso más depreciado; (ii) el grado de restrictividad actual y esperable de las condiciones financieras luego de los episodios de turbulencia internacional y local; y, (iii) el diagnóstico respecto de la propagación y persistencia inflacionaria y del ritmo de expansión de la actividad en el corto plazo.

Indica el señor Garcia que en relación al primer punto, en las discusiones del *IPoM* se plantearon diversos escenarios alternativos. Menciona que uno de ellos coincidía de forma cercana con las perspectivas de crecimiento mundial y de precios de *commodities* que se han comenzado a visualizar con mayor probabilidad hacia delante. Señala, que a ese escenario se ha agregado una depreciación del peso coherente con los sucesos recientes. Indica también que aunque el escenario alternativo del *IPoM* contenía ya de por sí una depreciación del peso, su depreciación bilateral de éste con relación al dólar desde la última Reunión de Política Monetaria ha sido significativamente mayor que la considerada. Comenta el señor García que en el corto plazo, un tipo de cambio en torno a $590 aumentaría la inflación en medio punto, incrementando el riesgo que la inflación anual alcance 10% en uno o varios meses del próximo semestre, incluso en el contexto de desinflación gradual de la tendencia subyacente considerada en el IPoM.

Señala el Gerente de División Estudios que hacia el mediano plazo, en este escenario alternativo, las tendencias desinflacionarias se verían reforzadas por el deteriorado escenario internacional. Agrega que de acuerdo con las proyecciones presentadas para el escenario alternativo, estos argumentos por sí solos justifican en el corto plazo una trayectoria para la Tasa de Política Monetaria algo por debajo (del orden de 25pb) de la contenida en el *IPoM*, pero bastante inferior a plazos más largos (incluso 100 o más puntos base hacia fines de 2009). Señala que esto es congruente con tasas de crecimiento local del orden de 2,0% para fines de 2009 y una trayectoria inflacionaria que, en promedio, es mayor el 2009, pero converge rápidamente a 3% el 2010, con la posibilidad de ubicarse por debajo de 3% al final del horizonte de proyección.

Señala el Gerente de División Estudios que con respecto al segundo punto, se deben considerar diversos aspectos. Por el lado del financiamiento externo, se aprecia un mayor costo y restrictividad para el endeudamiento bancario y, probablemente, no bancario. Indica que la estrechez de liquidez en dólares ha aumentado el costo del financiamiento local en dólares, mientras también han subido las tasas de captación y colocación en pesos y en UF. Comenta que en cierta forma, un ajuste hacia un sesgo más restrictivo de las condiciones financieras era esperable, dado que, hasta hace algunas semanas, el aumento

de 200 puntos base en la Tasa de Política Monetaria no había generado cambios importantes en las tasas activas de la banca o cambios evidentes en el ritmo de expansión de los agregados monetarios. Indica también el señor García, que resulta relevante por tanto evaluar en qué medida las condiciones financieras actuales y su evolución previsible a futuro exceden, de manera relevante, lo que cabía esperar dado el ajuste de política monetaria ya implementado. Agrega que los antecedentes internos discutidos sugieren que las tasas de colocación en pesos han subido bastante más de lo que se hubiera esperado, mientras las en UF se encuentran alineadas con patrones históricos. Señala que de este modo, en su conjunto no se puede descartar que la restrictividad de las condiciones financieras esté siendo mayor que la considerada al elaborar el *IPoM*, dada la instancia monetaria.

Hace presente el señor García que finalmente, respecto de la evolución de corto plazo de la economía, las cifras recientes de actividad e inflación no modifican por sí mismo de manera significativa el panorama para el cuarto trimestre. Menciona que esto incluye una moderación en el ritmo de expansión de la actividad distinta de recursos naturales y también una leve reducción de las medidas de inflación subyacente, aspectos que se observan en la información coyuntural.

Por otra parte, indica que los puntos anteriores llevan a evaluar si es o no conveniente un cambio en la estrategia de política monetaria, principalmente por la significativa diferencia entre las trayectorias de la Tasa de Política Monetaria implícitas en los distintos escenarios de mediano plazo.

Menciona el Gerente de División Estudios, que en lo concreto, una decisión de mantener la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual y no realizar ajustes adicionales en los próximos meses es congruente con un cambio bastante intenso (de al menos 100pb de menor Tasa de Política Monetaria en el corto plazo) de la estrategia de política monetaria seguida hasta el momento para el corto plazo. Señala asimismo, que en el otro extremo, un alza de 50 puntos base, al ser equivalente a los cambios de la Tasa de Política Monetaria realizados con anterioridad, podría sugerir que la estrategia de política monetaria sigue inalterada, requiriendo de un esfuerzo comunicacional dificultoso por lo que es de fácil descarte. Agrega que en este sentido, un alza de 25 puntos base, o la mantención de la Tasa de Política Monetaria con perspectivas de aumento futuro si la inflación no cede según lo previsto, permiten dar la señal tanto que se ha realizado un cambio de estrategia de política monetaria como que aún el problema inflacionario no ha sido resuelto.

Por lo anterior, señala el señor Gerente de División Estudios que existen otros aspectos comunicacionales y tácticos que son particularmente relevantes y difíciles de evaluar con precisión en la coyuntura. Agrega que por un lado, la reducción coordinada de tasas de política realizada ayer por parte de diversos bancos centrales frente a la severa inestabilidad financiera que enfrentan, contrastan con un entorno financieramente mucho más estable en Chile. Señala también, que un cambio fuerte en la estrategia de política monetaria puede indicar que el Banco Central de Chile está más preocupado de lo que ha señalado respecto a la situación financiera local. Estima el señor García que, a su vez, mantener la Tasa de Política Monetaria a la espera de mayor información tanto respecto de la restrictividad de las condiciones financieras locales e internacionales como del desenvolvimiento de la economía mundial hacia el 2009 tiene valor. Por otro lado, agrega que un cambio fuerte de la estrategia puede leerse como una menor preocupación por la inflación, aún cuando las expectativas y perspectivas coyunturales son aún complejas, pero le parece que realizar un cambio en la estrategia de política monetaria es clave para dar cuenta de la conciencia que se tiene respecto de la gravedad de la situación internacional.

Finalmente, hace presente el señor Gerente de División Estudios que en esta ocasión, el balance entre ambas opciones, un aumento de 25 puntos base o una mantención, depende de cómo se ponderen los antecedentes comunicacionales anteriores. Señala también, que el mercado, antes de los eventos del día de ayer, estaba ligeramente inclinado

a un aumento de 25 puntos base, mientras que posteriormente el balance se ha desplazado hacia opiniones más sesgadas hacia una mantención.

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

El Consejero señor Manuel Marfán sobre el mismo tema, comenta que el hecho que se haya depreciado el peso y se efectúen estos ejercicios no significa que todas las monedas se hubieran depreciado respecto del dólar. Asimismo, consulta cómo se pueden separar los efectos nominales de los reales. El Gerente señor García señala que la clave está en que el ancla para la proyección de mediano plazo es el tipo de cambio real que se está observando en los últimos días, y que incluye las paridades y la inflación externa en dólares que se deducen de ello.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán De Ramón señala que no tiene dudas que en esta ocasión, la opción sea mantener la Tasa de Política Monetaria en 8,25 puntos base. Manifiesta que las razones para sostener este argumento son fundamentalmente dos. La primera se refiere a lo que ha sucedido con el mercado monetario en que se han elevado significativamente los *spreads* con respecto a la Tasa de Política Monetaria esperada. Si usualmente ese *spread* está en alrededor *de* 50 puntos base, hoy está en 300 puntos base, es decir, indica que existe un incremento de 250 puntos base. Agrega el Gerente de División Operaciones Financieras que si bien esto puede ser transitorio, también existe la percepción de que esta situación podría durar varias semanas, con altas tasas.

Por otra parte, señala el señor De Ramón que la segunda razón que plantea, y en esto coincide con algunos comentarios que se manifestaron en la Reunión de la mañana, en cuanto a que puede que exista un ajuste de expectativas que lleve a una caída abrupta en la demanda lo que ayudaría a reducir la inflación, tal vez no en los próximos meses, pero sí en los próximos trimestres.

Asimismo, comenta el señor Gerente de División Operaciones Financieras, que explicar una subida de tasas de interés en un contexto en que todos los bancos centrales están bajándolas, constituye un fundamento comunicacional difícil de abordar. Agrega que la opción de mantener la tasa también tiene un riesgo, ya que esta decisión puede ser interpretada por el mercado como un compromiso débil por parte del Banco Central de Chile hacia la inflación. Asimismo, el señor De Ramón señala que está situación podría ser subsanada, incluyendo en el Comunicado un comentario que exprese que esta situación corresponde a una estrategia de carácter táctico atendido el escenario actual.

En consideración a lo anterior, el Gerente de División Operaciones Financieras estima que resulta importante que el Consejo esté en conocimiento de los últimos acontecimientos, ya que éstos han tenido cambios significativos en las últimas horas. Señala que por ejemplo, el tipo de cambio se volvió a elevar hoy en la tarde y se está transando a niveles de $ 620.- y agrega que las puntas estaban en $ 623; el cobre, en tanto, a las 15.55 hrs. se estaba transando en el mercado de Nueva York en US$ 2,32; el petróleo estaba alrededor de US$ 85.-; el Dow Jones y Nasdaq iniciaron sus cotizaciones en alza. Fue un día tranquilo en la mañana, pero ya se encontraba cayendo en -6,5%, igual que el Bovespa en un 4%; el peso mexicano que comenzó apreciándose en 5% ya estaba prácticamente en 13%; con respecto al Dow Jones que estaba cayendo en un 6,5%, bajando de los 9.000 puntos situación que no ocurría desde el año 2003. En opinión del Gerente de División Operaciones Financieras señor De Ramón, lo que está ocurriendo es preocupante dado que lo anterior se explica por la caída abrupta del consumo en Estados Unidos de América, más el aumento del costo del crédito que afectará básicamente a industrias, como por ejemplo la de los automóviles; las aseguradoras e incluso a las energéticas, probablemente debido a la caída del petróleo.

Por último, el Gerente de División Operaciones Financieras comenta que las mayores pérdidas que se han producido están lideradas por General Motors, Ford y Epson. Por tanto, y dado lo anterior, al señor De Ramón le parece que se está frente a un escenario preocupante y que este sesgo refuerza el riesgo de una fuerte desaceleración.

El Presidente señor José De Gregorio agradece al Gerente de División Operaciones Financieras sus comentarios y a continuación ofrece la palabra al Gerente de División Política Financiera.

El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan señala que desde la última Reunión de Política Monetaria se ha presentado un escenario financiero internacional radicalmente diferente. Menciona el señor Cowan, que sin lugar a dudas se está frente a una de las más severas crisis financieras internacionales de los últimos 20 años. Agrega que es suficiente con hacer un recuento de las compras y rescates bancarios, así como de las diversas decisiones de política monetaria y financieras que han adoptado los principales bancos centrales del mundo en el último mes. Indica el señor Cowan que ante la situación actual resulta fácil perderse en medio de tantas noticias, ya que puede perderse la sensibilidad por aquellas medidas que resultan radicales como el anuncio del financiamiento directo de la FED al sector real. Por las razones expuestas, estima el señor Cowan que para la economía chilena esto se traduce en dos *shocks* claramente contractivos. Por un lado, un deterioro esperado en la demanda externa por nuestros productos de exportación en el horizonte de política, y por otro, un deterioro significativo de las condiciones de financiamiento externo de la economía chilena. Agrega que ambos por sí solos deprimen significativamente nuestra demanda agregada.

Señala también que si se suman a lo anterior los eventos financieros internos de las últimas dos semanas, se concluye que se ha vivido un proceso de acumulación de liquidez importante por parte de la banca chilena. La combinación de esta acumulación de liquidez, aún si es transitoria, con el mayor costo de fondeo externo, no puede sino traducirse en una contracción de la oferta del crédito bancario. Por lo tanto, estima que las condiciones financieras resultan considerablemente más restrictivas, en la actualidad, que lo sugerido por la Tasa de Política Monetaria esperada.

Por las razones expuestas, el Gerente de División Política Financiera sugiere al Consejo que se mantenga la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual y que se elimine todo sesgo hacia delante. Señala también que a los argumentos de políticas inflacionarias expuestos, quisiera además agregar dos comentarios relacionados con el normal funcionamiento de otros mercados financieros. El primero de ellos, tal como se mencionó en la Reunión de la mañana, se refiere a los altos costos de un período de inestabilidad financiera que no se traduzca en una decisión de política monetaria que dificulte el ajuste a condiciones financieras extremas. En segundo lugar, señala que en un mundo de equilibrios mutuos, similar al que parece nos movemos en estas dos últimas semanas, es crucial dar tranquilidad a los mercados financieros. Agrega, que una autoridad monetaria preocupada del análisis de los problemas que se suscitan es crucial para la tranquilidad de los mercados. Por tanto, un alza en la tasa sería interpretada por el mercado como una señal que el Banco Central de Chile no ha comprendido la gravedad de lo que está ocurriendo con el sistema financiero y la economía internacional.

El Presidente señor José De Gregorio agradece al Gerente de División Política Financiera sus comentarios y a continuación ofrece la palabra al señor Ministro de Hacienda.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco manifiesta que en primer lugar quiere felicitar al Consejo por la decisión tomada esta mañana, la que le parece muy oportuna y relevante, ya que la gravedad de la situación internacional amerita este tipo de acciones ágiles y

que ayuden a la liquidez. Por otra parte, estima que en cuanto a la decisión que se adoptará en esta Reunión será bastante escueto en sus comentarios, ya que en el intercambio de opiniones que se produjo en la Reunión de la mañana, se esbozaron varias de sus preocupaciones y argumentos que considera relevantes. Agrega el señor Ministro de Hacienda, que en su exposición partirá por el final, esto es, por la conclusión de su comentario. Señala el Ministro, que la única opción que se atrevería a recomendar en las actuales circunstancias, es la de mantener la tasa, y por lo tanto, estima que deben dejarse abiertas todas las opciones hacia delante, esto es, una decisión sin sesgo alguno lo que se fundamenta por consideraciones de índole financiera y económicas.

El señor Ministro de Hacienda agrega que en cuanto a lo primero, le parece que los datos entregados en la Reunión de esta tarde, revelan la extrema dificultad de predecir lo que ocurrirá con los mercados y los altos costos potenciales de incurrir en una equivocación en esta materia. Señala que lo que se ha observado, no solamente se refiere a países en que se podía predecir cierto grado de fragilidad, sino que también en países en que se estimaba que eran totalmente invulnerables.

En virtud de lo anterior, al Ministro señor Andrés Velasco le parece que lo peor que podría ocurrir en Chile es que una decisión de política monetaria justa o injusta pudiese ser asociada ex - post con un cambio brusco en los precios de los activos, que después requiriese un cambio en la instancia de política monetaria. Agrega que concretamente se refiere a lo que sucedió en Indonesia, y que no está al tanto de que si ese lapsus de la bolsa indonésica estuvo o no vinculado con el alza de tasas de interés que hizo su Banco Central. Por lo tanto, menciona que probablemente no haya relación causal alguna, pero los hechos objetivos es que así se interpretó y que el impacto para la credibilidad del Banco Central de Indonesia fue absolutamente devastador.

En cuanto a las consideraciones inflacionarias macroeconómicas, el señor Ministro comenta que en la Reunión de la mañana entregó tres argumentos por los cuales, a su juicio, la mantención de la tasa de interés es plenamente compatible con ejecutar de nuevo el riguroso mandato del Banco Central de mantener la inflación bajo control y llevarla bajo el rango meta en el plazo que se ha fijado. Menciona el señor Ministro que estas consideraciones son las siguientes: en primer lugar de carácter externa, de demanda y de financiamiento; en segundo lugar la construcción que endógenamente ha ocurrido y va a seguir ocurriendo en Chile por el aumento del riesgo y por lo tanto, la subida brusca en las tasas de interés. Al respecto, menciona el señor Ministro que no se sabe si éstas van a ser transitorias o no y por cuánto tiempo van a persistir. Señala el señor Ministro que no conoce ningún argumento científico que se pudiera dar a conocer, pero que son asuntos de expectativas y que son difíciles de predecir. Por todo lo anterior, el señor Ministro de Hacienda menciona que existe la probabilidad que este ajuste endógeno de las tasas de interés y de los *spreads* sea duradero. En tercer lugar, se refiere a que las expectativas de inflación están cayendo en el plazo relevante por las dos razones antes señaladas. Y en cuarto lugar, se trata de un tema que no mencionó en la mañana, porque a su juicio cree que es importante constatar que los movimientos en el tipo de cambio en respuesta a *shocks* externos bajo un régimen de metas de inflación, es precisa y corresponde exactamente a lo que se esperaría que estuviera ocurriendo. Ello corresponde a lo que los libros sugerirían cuando se produce un *shock* externo adverso en que el tipo de cambio se va a depreciar fuertemente, lo que es compatible con el régimen de metas de inflación por las consideraciones siguientes. En primer término, porque si existe credibilidad, el *pass through* es demasiado alto y en segundo lugar, porque la meta de inflación no es a treinta días, sino que a veinticuatro meses.

Comenta que en conclusión, cuando se analizó qué tan bueno o malo era tener una política monetaria con metas de inflación, la crítica que se efectuó consistió en que si era compatible tener dichas metas con un tipo de cambio flexible y permitir que éste fluctuara y la respuesta fue que podían coexistir las dos cosas al mismo tiempo. Al revés, existiendo compatibilidad, pueden existir mecanismos de ajustes que implican cambios importantes en el

tipo de cambio nominal y real sin que se ponga en peligro a mediano plazo la meta autoimpuesta por la autoridad monetaria.

Asimismo, estima que el Banco Central de Chile sí tiene la credibilidad necesaria y debe usarla y, además, el hecho que las tasas de inflación esperadas estén bajando, refuerza el argumento.

Finalmente, el señor Ministro de Hacienda expresa que en cuanto al tema de los sesgos y de la comunicación, le preocupan las conclusiones que pudiesen producirse de una mantención de un sesgo, en razón que ante el grado de incertidumbre que existe y las fluctuaciones sin precedente que se han apreciado en los activos, no puede descartarse a priori ninguna acción de política monetaria en los próximos 30 a 90 días. Por lo tanto, en su opinión, predeterminar un camino que posteriormente tuviera que deshacerse significaría costos importantes para la credibilidad del Banco. Asimismo, le parece necesario indicar que si la tasa de inflación en el futuro tiene un desarrollo que no es el deseado, la política monetaria actuará de modo acorde, porque corresponde a la esencia del Banco dado el comportamiento que ha tenido durante un período prolongado. Por consiguiente, su recomendación es la de mantener la tasa, cambiando el sesgo hacia la neutralidad.

El Presidente ofrece la palabra a los señores Consejeros para proceder a la votación.

El Consejero señor Sebastián Claro manifiesta que la decisión de hoy es altamente compleja. Señala que está demás enumerar las dificultades por las cuales atraviesa la economía mundial y la alta volatilidad de los mercados, pero evidentemente representan la noticia más importante desde el último *IPoM*. Indica que la decisión de hoy debe, como siempre, estar centrada en establecer un nivel y trayectoria de tasas que sea consistente con la disminución de la inflación a su meta y a su vez, contribuir a entregar señales tranquilizadoras al mercado financiero doméstico, que permita relajar las restricciones de crédito y liquidez que se observan en algunos segmentos del mercado.

Manifiesta el señor Consejero que en términos de inflación, el panorama se ha complicado de manera importante en el corto plazo, especialmente debido a la abrupta y significativa depreciación del peso. Las proyecciones de corto plazo son mayores a las estimadas en el *IPoM*, y se espera que la inflación anual continúe por sobre el 9% por los próximos dos trimestres. Asimismo, señala que es probable que a mediano plazo se generen menores presiones inflacionarias debido a menor demanda y menor actividad que serán el resultado de un menor impulso externo y mayores restricciones crediticias. Indica el Consejero señor Claro que en las actuales turbulencias, resulta muy difícil cuantificar este impacto, pero no es aventurado decir que se está en presencia de un escenario donde la desaceleración de la demanda mundial será mayor a la pronosticada en el escenario central, y que el acceso al financiamiento externo también será más restringido. En estas circunstancias, señala el señor Consejero que es razonable pensar, aunque a estas alturas es prematuro asegurarlo, que la trayectoria de tasa de política monetaria implícita en el escenario base debería sufrir ajustes y que la pregunta es cuánto.

Manifiesta el Consejero señor Sebastián Claro que en primer lugar, no se está en condiciones de hacer descansar la convergencia de la inflación a la meta por la estrechez de créditos o por la menor actividad mundial. Las turbulencias impiden tener una idea clara de cómo ha cambiado el escenario macroeconómico y parece razonable analizar los eventos y reevaluar el escenario en un nivel de tasas intermedio. Indica que la alternativa de no subir la tasa y mantener el sesgo conlleva un riesgo de credibilidad importante, simplemente porque es difícil que las circunstancias en el futuro hagan más fácil la decisión de subir la tasa de política monetaria aún cuando sea requerido. Señala que si se tiene una nueva sorpresa inflacionaria, se deberá ajustar la tasa de interés, con el consiguiente riesgo de aparecer nuevamente

reaccionando tarde, lo cual es especialmente serio en un contexto donde la inflación en el corto plazo viene alta.

En segundo lugar, comenta el señor Consejero que es posible que los desarrollos recientes en los mercados internacionales y los ajustes observados en el mercado de crédito doméstico contribuyan a una desaceleración importante de la actividad y en ese contexto, no se puede descartar que la política monetaria tenga que cumplir un rol anticíclico importante en el mediano plazo. Le parece que la capacidad de la política monetaria para actuar de manera anticíclica en ese momento será mucho mayor y más efectiva si la tarea antiinflacionaria está bien encausada, lo cual es especialmente cierto en un contexto donde la trayectoria de la inflación en el corto plazo es mayor que la antes prevista. Agrega que es probable que en el corto plazo tengamos una mala sorpresa inflacionaria y si se actúa hoy se tendrá en ese momento el *leverage* para no ajustar la tasa. En el mediano plazo, si las altas proyecciones de inflación en los próximos trimestres se dan en un contexto de fuerte desaceleración, la credibilidad de nuestra respuesta será mayor y por lo tanto, la reacción será mucho más efectiva si el ajuste de la política monetaria queda terminado y no existen dudas al respecto.

En opinión del Consejero señor Sebastián Claro, subir la tasa y quitar el sesgo es más prudente, ya que deja al Banco Central en una posición significativamente más robusta para actuar en el futuro si las condiciones así lo requieren. Además, indica que hoy el mercado se encuentra dividido entre las dos opciones, por lo que un comunicado claro y transparente, enfatizando el compromiso con la inflación, la flexibilidad de la política monetaria para responder a cambios en las condiciones de demanda, y el compromiso del Banco Central de Chile de proveer toda la liquidez necesaria para el buen funcionamiento del sistema financiero, hace de ésta la mejor opción.

Para el Consejero señor Claro, la dinámica del sistema financiero internacional, el *stress* en algunos segmentos del mercado monetario local, y la volatilidad observada en los precios de los activos constituyen elementos que no deben ser dejados de lado. En especial, por lo que hoy está en juego y que también es una señal comunicacional respecto de cómo el Banco Central ve la situación. Señala que se observan ciertos grados de desconcierto en el mercado financiero doméstico, los cuales deben ser atendidos con la máxima preocupación y con las políticas adecuadas. Indica que el Banco Central ha estado, está y estará en condiciones y disposición de entregar la liquidez necesaria para el buen funcionamiento del sistema financiero y este mensaje debe ser reafirmado en nuestra comunicación con el mercado, independiente de la decisión de tasas que se tome, la que no debe ser mezclada con la decisión de provisión de liquidez, aunque en algunos momentos la línea divisoria entre ambas sea tenue. Indica que el costo en pesos al cual se provea la liquidez en esa moneda tendrá su contrapartida en la evolución del tipo de cambio, y por lo tanto, en el costo de obtener la liquidez en dólares.

Manifiesta el Consejero señor Sebastián Claro que el elemento central a tener en consideración hoy, es qué señal dará más tranquilidad a los mercados y a la banca, respecto de la disponibilidad del Banco Central de lograr estabilidad en el sistema financiero, sin sacrificar el control de la inflación. Le parece al señor Consejero que lo anterior debe ser enfatizado vía asegurar toda la provisión de liquidez necesaria así como reiterar la flexibilidad de la política monetaria.

En opinión del Consejero señor Claro, ambas opciones de la Minuta de la Gerencia de División Estudios tienen pros y contras. Por un lado, mantener la tasa haría aparecer al Banco Central más en sintonía con lo que está sucediendo, pero al mismo tiempo representa un movimiento bastante radical respecto del mensaje más reciente, lo que puede ser mal interpretado si no se acompaña de un comunicado claro. Por otro lado, estima que subir la tasa corre el riesgo de ser interpretado como la acción de un Banco que no está en sintonía con

la realidad. Comenta que en la medida que el alza sea acotada y el comunicado sea claro respecto de las razones consideradas, este riesgo puede acotarse significativamente.

Por las razones expuestas, el Consejero señor Sebastián Claro expresa que su voto es por subir la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base. Agrega que, sin embargo, está dispuesto a sumarse a la mayoría que vote por mantener la tasa porque concuerda que existe, en esta circunstancia, un valor en esperar y dar unanimidad a la decisión. Sin embargo, para minimizar el riesgo de debilitar el plano inflacionario, manifiesta que condiciona su voto a eliminar como argumento para mantener la tasa, la idea que nuestros análisis muestran que la menor demanda externa y la contracción de crédito internas son suficientes para lograr la convergencia de la inflación, sino que el comunicado debe enfatizar que esta mantención corresponde a una pausa para evaluar con mayor claridad los acontecimientos mundiales y reevaluar el escenario central del *IPoM*.

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

Señala el señor Consejero que las noticias del último mes están marcadas por la grave crisis financiera que afecta a los países industrializados, la que a estas alturas ha adquirido alcances globales. El escenario externo ha experimentado un nuevo deterioro desde la ya debilitada posición en la que se encontraba. Comenta que la recesión en los países industrializados parece inminente, si no ha llegado ya, y que las dudas se relacionan con su duración y con la magnitud de los efectos que ello tendrá en las economías emergentes, las que han sido golpeadas con intensidad en esta coyuntura y Chile no ha sido la excepción. Señala el Consejero señor Marshall que frente a perspectivas de menor crecimiento global, los precios de las materias primas han experimentado significativas correcciones a la baja, alcanzando niveles bastante inferiores a los visualizados hace solo un mes atrás. Señala que como los desarrollos están en curso, resulta difícil delinear con precisión el escenario externo de los próximos trimestres, pero todo apunta a que éste será significativamente más adverso que el anticipado en nuestro último *IPoM*.

Hace presente el señor Consejero que en el frente interno, los mercados monetario y crediticio se han visto afectados por la crisis de confianza prevaleciente a nivel global. La preocupación por el acceso al financiamiento externo ha sido el factor detonante. Las empresas y los bancos han aumentado bruscamente su preferencia por liquidez, lo que ha elevado considerablemente las tasas de interés en el mercado monetario a plazo y sus diferenciales respecto de la tasa de política monetaria. Adicionalmente, indica el Consejero señor Marshall que los bancos han tornado más restrictivas sus políticas crediticias y congruente con ello, las tasas de interés enfrentadas por los clientes de los bancos se han elevado en forma muy significativa. Las cifras disponibles, si bien parciales, ya dan cuenta de un alza promedio de 300 ó 400 puntos base, fenómeno visualizado por primera vez en este ciclo crediticio. En suma, manifiesta el Consejero señor Marshall que las condiciones financieras enfrentadas por hogares y empresas se han deteriorado significativamente.

Hace presente el Consejero señor Enrique Marshall que el IMACEC del mes de julio sorprendió algo a la baja, pero no marca un cambio significativo en la tendencia de crecimiento sugerida en nuestro escenario base. Indica que la demanda se mantiene dinámica con alguna tendencia hacia la desaceleración, especialmente en el componente consumo y que en todo caso, este proceso de ajuste debería intensificarse en los próximos trimestres. Agrega el señor Consejero que el empleo mantiene su dinamismo y las condiciones del mercado laboral se presentan algo apretadas, lo que debería cambiar a medida que se observe con mayor nitidez una desaceleración en los sectores de comercio, servicios y construcción. Indica que la inflación anual sigue siendo alta y las cifras de corto plazo aún no dan cuenta de un quiebre de tendencia apreciable, más aún, es probable que ésta aumente nuevamente en el corto plazo, especialmente si se consolida un nivel de tipo de cambio elevado, como el observado en las

últimas dos semanas. No obstante lo anterior, señala el señor Consejero que el panorama inflacionario de mediano plazo ha mejorado debido a la emergencia de fuerzas, principalmente asociadas a los desarrollos financieros ya comentados, que apoyarían la convergencia de la inflación en el horizonte de política, lo que ha sido recogido por el mercado que ha ajustado a la baja sus expectativas de inflación para el mediano plazo.

Comenta el Consejero señor Enrique Marshall que la evolución de las remuneraciones nominales mantiene la tendencia observada en meses anteriores, creciendo moderadamente, lo cual también brinda apoyo a la convergencia de la inflación a la meta. Indica que el riesgo que este comportamiento cambie ha disminuido debido a los efectos de la crisis financiera sobre sentimientos y expectativas de las personas.

Comenta el señor Consejero que las expectativas del mercado para la tasa de política monetaria se han corregido a la baja en respuesta a los desarrollos financieros y a las perspectivas de crecimiento de mediano plazo. En suma, el escenario macro ha evolucionado rápidamente en las últimas semanas, mostrándose más complejo y más incierto que hace un mes atrás, siendo el principal factor detrás de este cambio, la profundización de la crisis financiera que afecta a los países industrializados, con todas sus implicancias internas y como ella está en pleno desarrollo, no se puede hablar todavía de un escenario plenamente consolidado, lo que obliga a reaccionar con prudencia. En este contexto, señala el Consejero señor Enrique Marshall que las opciones de política plausibles son mantener la tasa de política monetaria o bien subirla en 25 puntos base. Un incremento de 25 puntos base podría tener algún fundamento, considerando que el panorama inflacionario no está completamente despejado y que podría haber un aumento de la inflación en el corto plazo como resultado de la depreciación del peso.

Sin embargo, el Consejero señor Enrique Marshall manifiesta que la crisis está en pleno desarrollo y las condiciones financieras pueden seguir deteriorándose y que por ello, resulta extremadamente difícil perfilar la orientación de la política monetaria hacia delante. Indica que si la decisión es subir la tasa en 25 puntos base, no resulta evidente cuál es el mensaje que se debería transmitir al mercado. Además, en su opinión se asumiría el riesgo de tener que revertir esta decisión en los próximos meses, si las condiciones siguen empeorando. Finalmente, señala que un movimiento al alza, aunque fuese moderado, aparecería como contradictorio con acciones de inyección de liquidez u otras similares que puedan ser necesarias en las próximas semanas.

En este contexto, le parece al señor Consejero que la mejor opción es reconocer la altísima incertidumbre y hacer una pausa, existiendo espacio para ello. Agrega que en el curso de las próximas semanas se podrán evaluar los acontecimientos y delinear con mayor precisión el escenario que se enfrenta y, junto con ello, evaluar la orientación de la política monetaria hacia delante. Menciona que optar por una pausa tendría, además, el beneficio de contribuir a fortalecer la confianza en un mercado que muestra signos de estrés por los acontecimientos mundiales, lo cual es clave para que los necesarios ajustes al interior del sistema financiero tengan lugar con normalidad. En todo caso, indica el señor Consejero que esta decisión debería ir acompañada de un mensaje que reitere la preocupación del Banco Central de Chile por la alta inflación corriente.

En consecuencia, por las razones expuestas, el Consejero señor Enrique Marshall vota por mantener la Tasa de Política Monetaria en 8,25%.

El Consejero señor Manuel Marfán agradece como siempre el análisis efectuado por el *staff*. Indica que en esta ocasión ha implicado un esfuerzo por evaluar escenarios de forma adicional a lo que se está acostumbrado.

Agrega el señor Consejero que, respecto de la Minuta de Opciones, hace suyo el listado de antecedentes relevantes a considerar desde la Reunión de Política Monetaria anterior, contenido en el párrafo dos de la misma, a lo que suma como un hecho esencial en el análisis que fundamenta su voto, el incremento de las tasas de captaciones y colocaciones del sistema, lo que eleva la brecha respecto de la *forward* de la Tasa de Política Monetaria. Indica que la crisis financiera internacional y las reverberaciones observadas en Chile hasta ahora, no deben evaluarse como un ajuste normal, ya que hay características de razonamiento en el acceso al crédito que son anormales en el mundo desarrollado y que al respecto corresponde monitorear eventuales señales en el mercado chileno. Hace presente el señor Consejero que de ese conjunto de información, la mayor parte corresponde a *shocks* que impactarán la demanda agregada y que sólo la depreciación del peso tiene además un componente de *shock* de oferta relevante, en tanto tenga impacto sobre los precios internos. Indica que dada la brusquedad de los cambios en el entorno externo, el escenario base del *IPoM* ha quedado atrás y que el Banco Central se ha concentrado en discutir el escenario de riesgo que allí estaba contenido. Señala el señor Consejero que desea destacar, sin embargo, que sigue siendo válido ese escenario base y que se requiere de una economía más bien fría, es decir, con una brecha de PIB moderadamente negativa para retornar a una trayectoria de los precios consistente con la meta de 3% en un horizonte de dos años. Al respecto, el Consejero señor Manuel Marfán se pregunta cuál sería el nivel de la Tasa de Política Monetaria, consistente con esa meta de inflación de 3% en un plazo de dos años y que el mecanismo de transmisión es generar una brecha moderadamente negativa.

Manifiesta el Consejero señor Manuel Marfán que antes de referirse a la consulta planteada desea señalar en primer lugar, que cree que en escenarios de mucha incertidumbre, como es el caso actual, no es el momento, salvo que se esté muy seguro, de hacer cambios que impliquen modificaciones de carácter institucional. Señala que eso significa que la decisión de política monetaria, a su juicio, debe considerar, en esta ocasión, los escenarios de inflación en el horizonte de dos años y no sumar objetivos adicionales a esta decisión. En segundo término, señala, que los *shocks* de oferta normalmente tienen implicancias más rápidas sobre la inflación observada que los *shocks* de demanda que tienen un rezago largo. Le parece que es un error esperar que se manifiesten los efectos inflacionarios de los *shocks* de demanda para reaccionar. Indica el señor Consejero que cree que reaccionar rápido frente a *shocks* de oferta y reaccionar lento frente a *shocks* de demanda va contra la intuición, contra la teoría y también contra la evidencia de lo que es más consistente con metas de inflación. Agrega que en este caso, los ejercicios que se observaron en la Reunión de la mañana deben ser vistos de manera combinada, porque mientras se revisaba el ejercicio del escenario de riesgo del *IPoM*, aquél no contiene el hecho evidente que ha aumentado la brecha entre la Tasa de Política Monetaria y las tasas que son relevantes para la determinación de la demanda agregada, que junto con el otro ejercicio puede contener errores, pero al menos permite ordenar la información que hoy es muy dispersa, y lo que tiende a mostrar evidentemente es que sería contraproducente, en esta oportunidad, un aumento de la Tasa de Política Monetaria, cuando los analiza de manera combinada, para efectos del objetivo de inflación. Indica que antes de ver esos ejercicios, el instinto que se tiene de cómo ordena la información, también apuntaba en esa misma dirección. En tercer lugar, señala el Consejero señor Manuel Marfán que, reconociendo que ejercicios numéricos en un cuadro como el actual de proyecciones, el sentido común, y la experiencia acumulada, son elementos obviamente que tienen algún grado de incertidumbre mayor que el habitual, sumado al hecho de qué sucede si uno se equivoca y comete un error, si se mantiene la tasa y todo se calma y vuelve a ser como en el escenario base y lo correcto hubiera sido subir. Al respecto, cabría preguntarse cuáles son los costos que se pagan versus qué pasa si uno, en el escenario alternativo, sube la tasa y lo correcto visto ex-post es que lo que había que hacer era mantener. Indica que le parece que este tipo de análisis de error de tipo II, en esta

oportunidad, apunta claramente a que los riesgos son menores, manteniendo la tasa que elevándola.

Por estas consideraciones, manifiesta el Consejero señor Manuel Marfán que su voto, en esta oportunidad, es por mantener la tasa, eliminando cualquier sesgo en la decisión que se tome. Agrega que en su opinión, el comunicado debe ser claro en cuanto a que la razón de esta decisión no se debe a que se hayan agregado objetivos adicionales al de la inflación.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux manifiesta que la decisión de hoy está marcada por la agudización de la crisis financiera internacional que afecta al mundo desarrollado. Señala que pese a la extrema incertidumbre que existe sobre el desenlace último de esta crisis, está claro que ésta tendrá importantes efectos reales en la economía global. Menciona que hace poco más de una semana se proyectaba una mera desaceleración del mundo desarrollado. Agrega que luego del importante deterioro de la confianza en la última semana y media, el mercado pasó a proyectar una recesión en los países desarrollados, manteniéndose la perspectiva de un desacople del mundo emergente. Comenta el señor Vicepresidente que hoy, pese a la agresiva reacción de los gobiernos y de los bancos centrales, el panorama se ha deteriorado aún más y la proyección del propio Fondo Monetario Internacional reconoce que se enfrenta una recesión global, proyectándose al menos 3 a 4 trimestres de crecimiento negativo en el mundo desarrollado, una importante corrección en el precio de los *commodities* y una restricción crediticia de carácter global.

Señala el Vicepresidente señor Desormeaux que las repercusiones en la economía chilena, hasta ahora, se han limitado al plano financiero. Agrega que se ha observado como la liquidez interna en dólares y pesos se ha restringido, lo que se ha traducido en mayores tasas en los mercados *on-shore*, en pesos y en UF y, por otro lado, el tipo de cambio ha experimentado una fuerte depreciación que supera el 17% en pocos días, lo que podría elevar la inflación en el corto plazo en alrededor de medio punto porcentual.

Con la información acumulada hasta el mes de septiembre, el Vicepresidente menciona que la inflación interna sigue elevada, pero se observa una corrección a la baja en las expectativas de inflación medidas a través de diversos indicadores. Señala el señor Desormeaux que está claro que pese a la incertidumbre que persiste en torno a la crisis financiera, sus efectos reales van a contribuir a la tarea de enfriar la economía chilena y a generar las holguras necesarias para garantizar la convergencia inflacionaria al 3%.

Hace presente el señor Vicepresidente que el ejercicio que ha presentado la Gerencia de División Estudios a partir de un escenario alternativo del *IPoM* de septiembre, que supone un escenario de recesión global muy similar al que hoy considera el Fondo Monetario Internacional, se traduce en una trayectoria para la Tasa de Política Monetaria que se encuentra en el corto plazo entre 25 a 50 puntos base por debajo de la que contempla el escenario central del *IPoM* del mes ya señalado. Comenta que como el nivel actual de la tasa de política monetaria de 8,25% se encuentra entre 50 y 75 puntos base por debajo del nivel que surge de este escenario alternativo con recesión global, le parece claro que la tarea antiinflacionaria del Banco Central no ha concluido pese a la crisis. Sin embargo, manifiesta el Vicepresidente señor Desormeaux que dos elementos complican este diagnóstico. En primer lugar, la crisis global puede agudizarse aún más, y en segundo término, sus efectos internos en el plano financiero, que hoy están introduciendo un grado de ajuste adicional al que podría desprenderse de la trayectoria reciente de la Tasa de Política Monetaria.

En su opinión, en vista de estos antecedentes y de la incertidumbre sobre la duración que tendrá este escenario de restricción crediticia interno, para el señor Vicepresidente la opción de aumentar la Tasa de Política en 50 puntos base en la Reunión de hoy no parece adecuada y concuerda en ello con la Gerencia de División Estudios en el sentido que las

opciones relevantes son un aumento de 25 puntos base o la mantención de la Tasa de Política en su nivel actual.

Señala el Vicepresidente señor Jorge Desormeaux que a favor de la opción de subir 50 puntos base, está el hecho que con ella el Banco Central reafirmaría sus credenciales antiinflacionarias, lo que le permitiría asegurar una rápida convergencia de las expectativas de inflación a la meta, con la ventaja que con expectativas ancladas, la política monetaria puede transformarse en una poderosa herramienta anticíclica de cara al año 2009. Por otra parte, le parece que la opción de mantener la Tasa de Política Monetaria tiene sentido en la medida que las condiciones de liquidez en el mercado interno no se resuelvan rápidamente, con lo cual al *shock* de demanda externo se podría sumar un *shock* de demanda interno de carácter endógeno, como fue señalado recientemente por el señor Ministro de Hacienda. Comenta el señor Vicepresidente que el riesgo de esta opción es que pueda ser percibida como un debilitamiento de nuestra convicción antiinflacionaria para privilegiar otros objetivos, en este caso la actividad. Sin embargo, señala el señor Vicepresidente que la opción de subir 25 puntos base la Tasa de Política, también tiene un riesgo comunicacional que ha sido mencionado por otros Consejeros, ya que podría ser percibida como un reflejo de un Banco Central ausente, que no ha aquilatado plenamente los riesgos que la crisis supone para el sector real. Indica que ambas opciones tienen riesgos y por lo tanto, la decisión no es fácil. Manifiesta el Vicepresidente señor Desormeaux que su primera preferencia es por un alza de 25 puntos base, pensando que se trataría de un testimonio de fuerte compromiso antiinflacionario el que traería importantes ventajas a futuro y que no agravaría mayormente la restricción crediticia interna. Sin embargo, manifiesta que sumará su voto al de la mayoría si ésta se inclina por la mantención de la Tasa de Política Monetaria y si esta decisión va acompañada de un mensaje claro en el comunicado que indique una reflexión como la siguiente: "que a partir de la información disponible, nuestra evaluación es que en caso de normalizarse las condiciones financieras internas en la próxima semana, el curso de acción más probable de la política monetaria sería un ajuste al alza de la Tasa de Política Monetaria." Comenta que lo anterior puede ser expresado de múltiples formas, pero el mensaje que desea entregar es que el Banco Central de Chile no está dormido y que tiene claro que existe una tarea pendiente en el plano inflacionario.

El Presidente señor José De Gregorio manifiesta que en primer lugar, desea agradecer al *staff*, no solo por los antecedentes aportados, sino que también por preparar esta Reunión en medio de todas las otras tareas que se han presentado.

Indica que la dinámica inflacionaria es el mayor desafío de la política monetaria, y en este contexto, es que en nuestro escenario base del último *IPoM*, se consideró necesario aumentar la Tasa de Política Monetaria de manera significativa de aquí a fin de año, lo que permitiría generar las holguras necesarias para contener la inflación.

No obstante, señala el señor Presidente que el recrudecimiento de la crisis financiera en las últimas semanas hace que la decisión de hoy sea particularmente compleja, por dos razones. En primer lugar, que no se conocen las implicancias definitivas de la actual situación de la economía internacional sobre la actividad interna y, en consecuencia, sobre las holguras necesarias para contener la inflación. Agrega que en este escenario también es posible que se sumen a los *shocks* de demanda, *shocks* de oferta que quiten presión a la inflación. En segundo lugar, le parece que las actuales tensiones de liquidez en nuestra economía, como consecuencia de lo que ocurre en el mundo, pueden por sí solas generar una desaceleración coherente con la convergencia de la inflación a la meta, sin necesidad de recurrir a una reducción del impulso monetario como la estimada hace un mes atrás, es decir, se enfrenta una extraordinaria incertidumbre sobre el panorama externo y sobre el impacto que está teniendo sobre la evolución de la economía nacional.

En este contexto, indica el señor Presidente que no hay conflictos importantes entre la política antiinflacionaria y la evolución de la actividad, por cuanto los *shocks* serán genuinamente de demanda o de reducción de costos, con lo cual la política monetaria debiera seguir una conducta contracíclica, eso sí que, partiendo de una situación de una muy elevada inflación y con un escenario base que contempla un endurecimiento de la política monetaria. Con todo, una complicación del actual escenario es la evolución del tipo de cambio, lo que puede dificultar la absorción de caídas de la inflación externa, pero estima que todavía es muy prematuro para concluir sobre tendencias más duraderas en un ambiente muy incierto.

Indica el señor Presidente que a pesar del complejo escenario que acaba de describir, los riesgos inflacionarios siguen siendo significativos. Sin embargo, a su juicio, cobra un valor particular, esperar que se aclare el panorama internacional. Agrega que es cierto que un alza de tasas hoy daría una señal adicional que el compromiso inflacionario del Banco Central de Chile es irrenunciable, credibilidad que se posee después de que se efectuaron las alzas de los últimos meses, pero estima que nunca está demás reforzar. Indica que es difícil pensar que el Banco Central abandonó la meta de inflación, pues incluso las expectativas inflacionarias han caído como consecuencia de la actual situación mundial. Pero también señala el señor Presidente que se debe ponderar el efecto que tendría sobre la confianza del público "manejar" adecuadamente la economía en el actual escenario de turbulencias y comenta que se está en los momentos de mayor tensión desde que se desató la crisis. Menciona que dicha confianza es fundamental para dar una señal de tranquilidad a los mercados, así como para fortalecer la propia credibilidad de nuestras políticas. Agrega que no sería razonable suponer que un escenario de deterioro significativo del clima financiero se puede atribuir a la pequeña acción de subir la tasa en 25 puntos base. Sin embargo, podría confundir y complicar mucho nuestro panorama comunicacional.

El Presidente señor José De Gregorio manifiesta que a su parecer, se debe dar una señal que se está ejerciendo el control de las tensiones actuales, algo de lo que está plenamente convencido. Indica que al respecto el Banco ha sido activo en aliviar las tensiones de liquidez, pero también un alza de tasas podría dar la impresión que no se ha aquilatado en profundidad la crisis internacional y sus repercusiones sobre la economía.

Adicionalmente, señala que si bien manejar la liquidez de corto plazo no es enteramente inconsistente con manejar la Tasa de Política Monetaria para controlar la inflación, un alza de tasas proveyendo liquidez no deja de ser algo conflictivo. Más aún, a pesar que cree que la Tasa de Política sí tiene efectos sobre la estructura de tasas y podría afectar más la liquidez de corto plazo, si se pensara que su efecto es nulo, no le parece aconsejable al señor Presidente usar instrumentos poco efectivos. Entiende que se trata de una decisión compleja, y lo que se resuelva puede prestarse para diversas interpretaciones, pero le parece que dado los riesgos, mantener una actitud de espera resulta lo más adecuado.

Por lo anterior, señala el Presidente señor José De Gregorio que le parece prudente mantener la Tasa de Política Monetaria en esta Reunión. Indica que es simplemente esperar, algo así como postergar la decisión de tasas por un tiempo, mientras el panorama se aclara. Le parece razonable además, mantener el mensaje antiinflacionario, pero dado el escenario actual tampoco se puede repetir el sesgo de las Reuniones anteriores, ya que es difícil expresar que en el escenario más probable se requerirá un nuevo aumento de tasas. Indica que en lo personal preferiría manifestar que en un escenario que evolucione más acorde con el escenario base del *IPoM*, es probable que suban las tasas. En todo caso, estima que el problema es que resulta difícil que este escenario se materialice.

En mérito de lo expuesto, el Presidente señor José De Gregorio vota por mantener la Tasa de Política Monetaria en 8,25% anual.

Como consecuencia del resultado de la votación, el señor Presidente consulta al señor Vicepresidente y al Consejero señor Claro si se suman al voto de la mayoría de los Consejeros. El señor Vicepresidente y el Consejero señor Claro señalan que se suman a la votación de la mayoría.

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

129-01-081009 – 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 8,25% anual.

Comunicado

"En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 8,25% anual.

La inflación sigue alta y los riesgos de escenarios alternativos han aumentado. Dada la incertidumbre de la economía global y su impacto sobre la inflación proyectada, el Consejo estima que esta decisión es necesaria para reevaluar con mayor información el curso de la política monetaria contenido en el escenario base del *IPoM*.

En el ámbito externo, el sistema financiero global ha sufrido tensiones extraordinarias, afectando la liquidez, el acceso al crédito y los precios de los activos. Los mercados anticipan una desaceleración significativa de la economía global y los precios de los productos básicos, en particular el cobre y el petróleo, han caído de manera significativa. Diversos bancos centrales y autoridades gubernamentales han tomado medidas de excepción.

En el plano interno, la información disponible de actividad para el tercer trimestre es coherente con las perspectivas de que la expansión anual de la economía en el segundo semestre será mayor que en la primera mitad del 2008. La demanda interna continúa creciendo a tasas elevadas, particularmente en su componente importado y el desempleo se ha mantenido estable. Las condiciones financieras locales se han estrechado.

La inflación de septiembre estuvo algo por sobre lo anticipado, principalmente por el comportamiento del precio interno de los combustibles. Las distintas medidas subyacentes de inflación siguen altas, la dinámica salarial sigue ajustada a patrones históricos y las expectativas de inflación de mediano plazo se han reducido.

El Consejo reafirma su compromiso de conducir la política monetaria de manera de reducir la elevada inflación actual hacia 3%, en el horizonte de política. Ello resulta esencial para alinear la dinámica inflacionaria con el objetivo de estabilidad de precios. Aunque la trayectoria futura de la TPM en el escenario base del último Informe de Política Monetaria contempla ajustes adicionales para asegurar la convergencia de la inflación a la meta, el Consejo evaluará en sus futuras decisiones las implicancias que se derivan de los desarrollos financieros en curso sobre la inflación proyectada."

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 18:10 horas.

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Vicepresidente

JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Presidente

ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero

MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero

SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero

ANDRÉS VELASCO BRAÑES
Ministro de Hacienda

JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR
Ministro de Fe (S)

BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA Nº 130
celebrada el 13 de noviembre de 2008

En Santiago de Chile, a 13 de noviembre de 2008, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don José De Gregorio Rebeco y con la asistencia del Vicepresidente don Jorge Desormeaux Jiménez y de los Consejeros don Manuel Marfán Lewis, don Enrique Marshall Rivera y don Sebastián Claro Edwards.

Ministro de Hacienda, don Andrés Velasco Brañes.

Asisten también:

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

El Presidente señor José De Gregorio ofrece la palabra al Gerente de Análisis Internacional don Sergio Lehmann Beresi, para que inicie la exposición de la parte internacional.

El Gerente de Análisis Internacional comienza su exposición, señalando que en el ámbito internacional persiste la tensión en los mercados financieros, a pesar que las medidas adoptadas han generado su atenuación. Señala el señor Gerente que los indicadores de actividad, más deteriorados de lo anticipado, dan cuenta de la recesión en las economías desarrolladas. Indica que frente a ello, estas economías reducen su Tasa de Política Monetaria, esperándose movimientos adicionales a la baja antes de finalizar el año. Agrega el señor Gerente mencionado, que ante este escenario más negativo en materia de actividad, los precios de los *commodities* caen con fuerza. Comenta el señor Lehmann que la gráfica que se exhibe refleja de alguna manera lo que han sido las tensiones en los mercados interbancarios después de alcanzar *peaks* en torno a 350 – 400 puntos base. Hace presente que hoy día se aprecia una caída bastante más importante en Estados Unidos de América que en la zona Euro, pero señala que esta última también ha caído, así como el Reino Unido. Lo anterior, menciona el señor Gerente señor Lehmann, se encuentra asociado, fundamentalmente, a las medidas que han buscado capitalizar a los bancos de inversión y al mismo tiempo, inyectar masivamente liquidez en los mercados financieros. Señala que lo anterior también se ha reflejado en los *Credit Default Swaps* de los bancos de inversión, después de alcanzar *peaks* en torno a 300 puntos base. Comenta el señor Gerente que tras la caída de Lehman Brothers se ha observado también una caída importante de los CDS en Estados Unidos de América. Menciona que si bien

éstos se mantienen todavía muy por sobre los niveles históricos, están ubicados en torno a 150 – 200 puntos base. Indica que en el caso de Europa, los CDS se encuentran más cercanos a los 100 puntos base.

Agrega que desde la última Reunión de Política Monetaria se ha observado una caída bastante importante en los referidos CDS. Respecto a la Tasa de Política Monetaria, indica el señor Lehmann que como ya es conocido, los bancos centrales de economías desarrolladas las han bajado de manera importante. Menciona que en la gráfica que se muestra, esta vez se incluyó, al Reino Unido porque su situación fue una noticia particularmente importante, derivada del hecho que el recorte del Banco de Inglaterra fue de 150 puntos base, lo que constituye probablemente un dato absolutamente inédito. Comenta el señor Gerente de Análisis Internacional, que los mercados siguen anticipando reducciones en el Reino Unido y se deduce que llegaría más menos a 1,5%, de aquí a principios del próximo año. Indica el Gerente señor Lehmann que en el caso de Estados Unidos de América, también se ha observado una caída en la Tasa de Política Monetaria y los mercados están anticipando nuevas reducciones, esperándose que de aquí a fines de año se produzca otra disminución de 50 puntos base, aproximadamente, lo que llevaría la Tasa de Política Monetaria de Estados Unidos de América a 0,5%, cifra que en opinión del señor Lehmann, se trataría de un mínimo histórico para ese país. Señala el señor Gerente mencionado, que en ese caso se apreciaría un Banco Central Europeo mucho más activo y de hecho se deduce que la Tasa de Política Monetaria de dicha institución llegaría a 2% a inicios del 2009. Comenta el señor Gerente que en Japón también se podrían observar reducciones adicionales en la Tasa de Política Monetaria. Agrega que como consecuencia de las acciones de los gobiernos y de los bancos centrales, la volatilidad de los mercados desarrollados ha tendido a reducirse, después de alcanzar niveles de 80% y ya se encuentran en torno a 60%, es decir, si bien ha caído la volatilidad, todavía se mantiene en niveles exageradamente elevados. Hace presente, que en el caso de los mercados emergentes también se han observado caídas en niveles muy elevados. Señala que los *CDS* de empresas han mostrado caídas significativas en Estados Unidos de América y Japón, así como también en economías emergentes, pero que en relación a los niveles históricos de los últimos dos años se encuentran en niveles altos.

Comenta el señor Gerente que las bolsas mundiales, después de mostrar grandes ajustes en septiembre y octubre, han tendido a exhibir cierto grado de estabilidad, pero con un alto movimiento. Indica el señor Lehmann que en el día de ayer se observaron caídas adicionales y que hoy se produjeron nuevas caídas en algunas economías, con algunas fluctuaciones marginales en América Latina, pero señala que la característica obvia en ese sentido es una fuerte volatilidad tanto en mercados desarrollados como emergentes, asociados a una incertidumbre que se mantiene alta.

Referente a los flujos de economías emergentes, comenta el señor Gerente que si bien los premios por riesgo han tendido a caer en línea con un VIX algo más moderado o más bajo, los flujos de capital de economías emergentes han continuado produciéndose con mucha más intensidad desde Asia, ya que en esa dirección habían ido gran parte de los capitales. Por lo tanto, estima que existe una reversión mucho más importante en esa región. Menciona que en América Latina se aprecian salidas importantes de capital que no incluyen reservas y comenta que los flujos hacia el exterior no incluyen, necesariamente, los movimientos de reservas, aún cuando parte de ellas podrían estar saliendo a través de movimientos de capitales.

Respecto a paridades, menciona el señor Gerente que se aprecian en el gráfico dos referencias. La primera, se refiere a la variación que han experimentado las paridades de un conjunto amplio de economías desde el 15 de septiembre cuando cae el banco de inversión Lehman Brothers, hasta hoy dia. En el caso de Chile, las paridades están más o menos en línea con el movimiento general en todo el mundo. Por otra parte, señala que el dólar se ha apreciado desde el 15 de septiembre en aproximadamente un 10% y para el resto de las economías emergentes se observan, en promedio, depreciaciones en torno a 20%. El Vicepresidente señor Desormeaux comenta que China es el país que está más cerca de cero, porque el dólar se ha mantenido más o menos constante. Agrega que Brasil, México y Corea tuvieron las depreciaciones más fuertes desde el 15 de septiembre.

En cuanto a datos de actividad muy particulares, el Gerente señor Sergio Lehmann menciona que existe una serie más o menos larga, desde 1890 hasta hoy día, relativa al precio real de viviendas. Agrega que se trata de precios de viviendas sobre una canasta de consumo, y lo que se aprecia es que el aumento en el precio de las viviendas de los últimos 3 – 4 años fue una situación absolutamente anormal. Agrega que si se compara con el promedio histórico de los últimos 100 años, hay estimaciones que en coherencia con el gráfico que exhibe, dan cuenta que el precio de las viviendas todavía debe caer en torno a 20% en Estados Unidos de América. Lo anterior también es consistente con niveles de inventario que se mantienen particularmente elevados.

El Gerente de Análisis Internacional señor Lehmann respecto a condiciones de crédito y consumo privado, menciona que lo que se está observando es que el consumo privado, así como las condiciones crediticias en Estados Unidos de América, han continuado deteriorándose, lo que está más menos en línea con episodios de recesión anteriores. Agrega que todos los indicadores apuntan a una recesión.

Acerca de a la situación fiscal, el Gerente señor Lehmann indica que las cifras de bancos de inversión que se exhiben son más o menos consensuadas y apuntan a que el plan de rescate y la desaceleración de la actividad en Estados Unidos de América presentará un aumento muy importante en el déficit fiscal para el próximo año, que se proyectaba en 3% o algo más, para llegar más bien cerca del 7%, y que se mantendría relativamente elevado también en el año 2010. Es decir, la situación fiscal será particularmente delicada para los próximos dos años.

Respecto a los *commodities*, menciona el señor Gerente que se ha observado una caída generalizada de los precios, y quiere destacar en primer lugar la situación del molibdeno, que curiosamente se sostenía en torno a US$ 30 la libra, pero que en los últimos registros muestra que ha descendido muy rápidamente, encontrándose en US$ 12 la libra, lo que es coherente con un precio del cobre en torno a US$ 1,50 – US$ 1,60, que corresponde a lo que se está observando hoy. Comenta el Gerente señor Lehmann que lo que se advierte de esta situación es que el ajuste del precio del molibdeno se demoró algo en ser registrado en los mercados. Por su parte, señala el señor Lehmann que el petróleo ha caído más menos un 30%, el cobre también alrededor de ese mismo porcentaje, y que la gasolina ha bajado, más menos en línea con el precio del petróleo, aproximadamente un 40%. Por otro lado, los precios de los bienes agrícolas también han continuado retrocediendo, en línea con las percepciones de menor actividad. Comenta que de la evolución que han tenido durante los últimos 3 – 4 meses, tanto el petróleo con el precio del petróleo WTI, como el cobre, presentan una caída importante y lo que se observa, particularmente en el caso del petróleo, es una posición corta. Esto es, que los agentes no comerciales ya están apostando contra el precio del petróleo y esa apuesta es más marcada todavía en el caso del cobre, es decir, dichos agentes han cambiado posiciones largas hacia posiciones cortas, tanto en petróleo como en cobre.

El Presidente señor José De Gregorio agradece la exposición del señor Sergio Lehmann respecto al escenario internacional y ofrece la palabra para consultas o comentarios.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán De Ramón señala que desea efectuar dos comentarios. El primero de ellos, se refiere a los flujos netos acumulados en doce meses por región. Indica que le llama la atención que América Latina haya caído poco en relación a Asia y Japón, considerando comentarios recibidos de personeros del BIS en Sao Paulo y México. Menciona que se comentaba que ambos países habían tenido salidas de capital no necesariamente en términos de reservas, pero sí en términos de deshacer contratos, lo que había impactado fuertemente a la moneda y en las tasas largas, es decir, tenían un *self off* importante. El otro aspecto que quiere destacar se refiere al molibdeno. Hace presente sobre el particular, que entiende que como dicho material sirve para aleaciones de acero, se exporta principalmente a China. Menciona que China es más importante como comprador de molibdeno que de cobre y si fuera así, y esto ocurre desde la última Reunión de Política Monetaria, a lo mejor esto tiene relación con todo el tema del paquete chino y que en realidad ese país podría estar en más problemas de lo que se piensa, lo que podría constituir un indicador líder de una situación más deteriorada en China.

El Presidente señor José De Gregorio comenta que debe mirarse con un poco más de cuidado este tema, pero su impresión global es que la situación se viene mucho peor de lo que se preveía. Agrega que hay dudas respecto a la situación de China, ya que ellos presentan un problema real, pero también señala que hay caídas brutales en el precio de los *commodities* que a nuestro país le ayudarán mucho. Asimismo, indica que el precio del petróleo en el corto plazo será bastante más importante que el del cobre. No obstante, indica que se van a producir problemas en el precio del petróleo y Venezuela ya ha anunciado que los tiene. Indica que escuchó que la OPEP estaba vendiendo petróleo bajo US$ 50 el barril por primera vez en 22 meses, lo que desde el punto de vista inflacionario le parece bien, pero estima que no se puede descartar esta situación y que deben observarse los efectos que ello puede producir.

El Consejero señor Sebastián Claro menciona que, siguiendo la lógica de la discusión, cuando se conoce que en el sistema financiero local la normalización de la tensión en la banca de Estados Unidos de América no necesariamente se ha traducido en una disminución en las tasas de colocación y ese *spread* se ha mantenido muy elevado, le gustaría saber si se cuenta con mayor información respecto al tamaño que tiene dicho *spread*. El Gerente de División Estudios señor Pablo García comenta que la información que se está proporcionando es la de los *CDS*, que es una medida indirecta del riesgo de crédito y que, efectivamente, se ha mantenido alto.

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

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto señala que el impacto en Chile del súbito cambio del escenario global se ha manifestado hasta ahora, principalmente, en los mercados de activos y en las decisiones de gasto privado más sensibles a las condiciones financieras. La desviación de los mercados interbancarios globales llevó, a nivel mundial, a la búsqueda de refugio en instrumentos del Tesoro de Estados Unidos de América, produciendo una significativa caída en la demanda de activos financieros más riesgosos. Indica que a ello se agregaron restricciones globales en las líneas de financiamiento, determinando una depreciación bastante generalizada de las distintas monedas con respecto del dólar, situación en la que el peso chileno no ha sido la excepción. El cambio en el escenario de mediano plazo y, sobre todo, la aguda incertidumbre externa prevaleciente desde fines de

septiembre hasta hace solo muy poco tiempo, incrementó la demanda por liquidez por razones de precaución de diversos agentes en Chile.

Menciona el Gerente señor Soto, que todo lo anterior provocó un encarecimiento del costo de fondeo bancario, un aumento en las tasas de colocación y una amplia preocupación en distintos actores del mercado por el acceso al financiamiento. Hace presente que en este contexto, el Consejo adoptó un conjunto importante de medidas, partiendo por el término del programa de acumulación de reservas y la oferta de liquidez en pesos y dólares, a través de *swaps* a fines de septiembre; el establecimiento de provisiones de liquidez a mayor plazo y una ampliación de los colaterales aceptables para el Banco, a contar del 10 de octubre de este año, probablemente el momento de mayor tensión de este episodio.

Comenta que las medidas adoptadas por el Consejo del Banco Central de Chile lograron efectivamente atenuar las tensiones de liquidez en los mercados monetarios, con tasas de interés y premios entre distintos instrumentos del mercado que han retornado a niveles comparables a los que prevalecían antes de mediados de septiembre. No obstante, señala que se puede anticipar que mientras perdure la incertidumbre sobre los efectos concretos de la actual crisis financiera global en la actividad real del mundo, prevalecerá un grado mayor de restrictividad en las condiciones de otorgamiento de créditos. Agrega que la encuesta de crédito bancario de septiembre, muestra una mayor restricción tanto en el otorgamiento de crédito como en la demanda por éste. Además, menciona que la información casuística también da cuenta de mayores dificultades en el acceso al crédito.

Por otra parte, las tasas de interés de las distintas operaciones de crédito están en niveles más altos que los prevalecientes a comienzos de septiembre, los que podrían ser superiores a los que se esperarían de los cambios que el Consejo hizo en la instancia de política monetaria en los últimos meses. Indica que ello puede responder, en parte, a esta mayor percepción de riesgo.

El señor Gerente de Análisis Macroeconómico señala que la mayor dificultad en el acceso al financiamiento, el incremento en su costo y la volatilidad de variables como el tipo de cambio, inciden en el corto plazo, principalmente en los componentes de la demanda interna más sensibles a condiciones financieras. En particular, las ventas de bienes durables, especialmente automóviles, las ventas de viviendas y la inversión en maquinaria y equipo. Agrega que algunas de estas variables han tenido algún grado de moderación en su crecimiento en los últimos meses, lo que podría acentuarse ante las nuevas condiciones financieras.

Asimismo, el Gerente señor Soto señala que el impacto de los desarrollos anteriores en la demanda agregada es difícil de determinar con exactitud. Agrega que aún no existe información de las variables habituales reales para el mes de octubre. No obstante, indica que la información recogida da cuenta de un mayor pesimismo, lo mismo que los indicadores de expectativas del mes de octubre, especialmente para las empresas. En todo caso, indica que se debe destacar que, a septiembre, el mercado laboral seguía mostrando un dinamismo importante, con el empleo creciendo a tasas en torno a 5% anual y una tasa de desempleo que se ha mantenido alrededor de 7,5% en los últimos trimestres.

Por otra parte, comenta el señor Soto que el posible impacto puede ser calibrado, tomando como referencia la correlación histórica de las variables desde que se instauró la flotación cambiaria, junto con una evaluación de la respuesta de la economía ante restricciones en las condiciones financieras en coyunturas recientes. Menciona que esto lleva a estimar que el crecimiento de la actividad distinta de los sectores asociados a recursos naturales, podría reducirse respecto a proyecciones previas tanto en el último cuarto del 2008

como en el primer trimestre del 2009, ello producto del cambio en el escenario interno y externo. A lo anterior, se debe añadir el débil desempeño de la actividad del sector minero, que debido a problemas técnicos, le restaría del orden de 0,3 puntos porcentuales de incremento a la actividad en el cuarto trimestre del 2008. Hace presente el señor Soto que con ello, el crecimiento para este año descendería, mientras el de la demanda interna sufriría una reducción más marcada.

Para el 2009, dada la magnitud de la crisis internacional y el efecto que se espera tenga en el crecimiento mundial y el precio de las materias primas, también se reducen las proyecciones de crecimiento contenidas en el *IPoM* de septiembre. Comenta el señor Gerente que son múltiples los canales a través de los cuales el escenario global más complejo afectará el crecimiento económico en Chile el próximo año. Por un lado, se espera que el proceso de desapalancamiento en el sistema bancario global perdure por varios trimestres, o incluso años, lo que hace avizorar condiciones y costos de financiamiento externo que demorarán en volver a niveles previos a esta crisis. Por otro lado, indica que el menor dinamismo mundial repercutirá en la demanda por exportaciones chilenas, ello a pesar del crecimiento de economías como China e India. A lo anterior, se debe sumar el impacto que pueda tener en las decisiones de gasto de firmas y personas, la mayor incertidumbre sobre el desenvolvimiento del escenario macroeconómico.

Por otro lado, señala que el incremento en las holguras, a diferencia de lo previsto en septiembre, responderá a condiciones financieras más restrictivas por el deterioro del panorama internacional. En este escenario, la demanda interna mostrará mayores niveles de ahorro privado y una tasa de inversión a PIB que declinará levemente. El menor precio del cobre, sin embargo, tendrá un efecto de mayor magnitud en los ingresos fiscales, por lo que el déficit de cuenta corriente se ampliará hasta cifras entre 4 y 5% del PIB el 2009. Asimismo, el funcionamiento de la regla fiscal, junto con el grado de integración de la economía chilena a los mercados financieros globales, hacen prever que este déficit será financiable sin tensiones.

Por su parte, el peso chileno se ha depreciado con fuerza en las últimas semanas: 26% respecto del dólar y 16% en términos multilaterales, ambas cifras comparando el promedio de los diez días hábiles previos al cierre estadístico del *IPoM* de septiembre de este año. Ello ha llevado al tipo de cambio real a niveles por encima de sus promedios históricos. Su actual nivel es similar a los alcanzados en períodos de alta tensión financiera externa, como los del 2001 y 2002.

Comenta el Gerente señor Soto que los movimientos en las variables que habitualmente determinan el tipo de cambio, como los términos de intercambio, las condiciones financieras internas y externas, y la situación de las cuentas externas, son congruentes con una depreciación de la moneda, pero de una magnitud menor a la observada. Además, se estima que el tipo de cambio real bajo condiciones normales y de largo plazo en las variables que lo determinan debiese ubicarse bastante por debajo de su nivel actual. Agrega que en las proyecciones de inflación se utiliza como supuesto de trabajo que el tipo de cambio real no permanecerá en su nivel actual de forma indefinida, sino que convergerá en el curso del horizonte de política a valores congruentes con sus determinantes en el largo plazo.

Expresa el señor Gerente de Análisis Macroeconómico que la inflación anual del IPC volvió a aumentar en los últimos dos meses, llegando a 9,9% en su medición a octubre. Señala que este incremento de la inflación ha superado lo previsto en el *IPoM* de septiembre, en parte por los efectos inmediatos de la fuerte depreciación del peso y también por incrementos en precios específicos. En todo caso, la mayor parte de la inflación acumulada a octubre del 2008 sigue teniendo un origen eminentemente externo, en particular el fuerte incremento del precio de los alimentos. También menciona que los datos de inflación de los

dos últimos meses continúan mostrando una importante propagación de la alta inflación sobre otros precios, situación que no se prevé cambie sustancialmente en lo inmediato. Del mismo modo, la indexación a la alta inflación presente, provocará incrementos importantes en el costo de distintos servicios.

El Gerente de Análisis Macroeconómico comenta asimismo, que se estima que el efecto sobre la dinámica inflacionaria de corto plazo del brusco cambio en el escenario interno y externo, será del orden de medio punto porcentual de menor incremento de precios en un lapso de seis meses. A esto debe sumarse la fuerza desinflacionaria que se genere en el mediano plazo por el efecto de la menor demanda agregada y el incremento en las holguras de capacidad. Agrega que ese efecto de corto plazo es independiente del impacto que el mayor tipo de cambio ha tenido y pueda producir en la inflación, tanto porque atenuará la caída en el precio del petróleo y sus derivados como porque gatillará cláusulas de reajuste automático, contenidas en las fijaciones tarifarias de los servicios públicos.

Menciona también el señor Gerente que dentro de la evolución reciente de la inflación destaca la atenuación, e incluso caída, del precio de algunos alimentos. Esto, se estima, coincidiendo con la evolución que los precios de los alimentos básicos han tenido en el mercado internacional y que no se había visto reflejada en el mercado nacional. A corto plazo, se estima que la caída de los precios internacionales de los alimentos permite, al menos, esperar que en el mercado local ellos no vuelvan a aumentar con la fuerza que lo hicieron en el pasado reciente.

Considerado todo lo anterior, indica que en el corto plazo se estima que la inflación anual del IPC se mantendrá en niveles elevados, menores que el 9,9% registrado a octubre, pero aún muy por encima del rango de tolerancia de la meta de inflación. Agrega que hacia el mediano plazo, la acumulación de holguras de capacidad, la apreciación real prevista para el peso y el margen otorgado por los menores precios de los combustibles, proveerán de una significativa fuerza desinflacionaria.

De este modo, señala el señor Soto que revisadas las implicancias de los cambios en el escenario internacional sobre la economía chilena, es posible prever que la inflación se mantendrá en niveles altos por los próximos dos o tres trimestres, pero luego comenzará un período de rápida convergencia a la meta, la que se alcanzará en un lapso inferior al previsto en septiembre. Menciona que así, para comienzos del 2010, la inflación anual del IPC se ubicará en torno a 3%. Por su parte, la inflación IPCX1, tendrá en el corto plazo una trayectoria similar a la descrita para el IPC, pero su nivel será menor al de la inflación total y su convergencia a 3% será más rápida que la de la inflación total.

De otra parte, señala que coherente con la evaluación de que el actual escenario internacional tiene efectos desinflacionarios relevantes en Chile en el mediano plazo, las distintas medidas de expectativas de inflación han mostrado un descenso. La compensación inflacionaria 1 en 1 ha caído desde niveles de 5,5% a comienzos de septiembre, hasta 3,6% al cierre estadístico. Las compensaciones inflacionarias a mayor plazo muestran descensos menores, permaneciendo por sobre 4%. En el caso de la Encuesta de Expectativas Económicas, la inflación esperada a dos años también ha tenido una caída importante, desde 3,9% en la medición de septiembre a 3,4% en la de noviembre.

Al mismo tiempo, comenta que la estructura de tasas de interés, sobre todo en pesos, se desplazó significativamente hacia la baja, llevando a una trayectoria implícita de política monetaria bastante por debajo de la contenida en las expectativas a principios de septiembre. En tal virtud, considerando la información de las dos semanas previas al cierre estadístico de esta información, las distintas medidas de expectativas de mercado respecto de

la Tasa de Política Monetaria apuntan a que ésta se mantendrá en 8,25% hasta fines de este año y para fines del 2009, se espera un descenso de la Tasa de Política Monetaria, aunque con una alta dispersión en los cambios esperados: entre 50 y 175 puntos base, dependiendo de la medida que se considere. Indica que específicamente, a partir de la curva *forward* y la Encuesta de Expectativas Económicas de noviembre se deduce que la Tasa de Política Monetaria se ubicaría entre 6,5 y 6,75% a diciembre del 2009. Por otro lado, las tasas *swap* anticipan un descenso menos marcado, llegando a un nivel del orden de 7,6% a fines del 2009. Finalmente, como supuesto metodológico, las proyecciones implícitas en este documento consideran que la Tasa de Política Monetaria seguirá una trayectoria que, en el corto plazo, es comparable a la que se deduce de las distintas medidas de expectativas del sector privado vigentes en las dos semanas previas a su cierre estadístico. En el mediano plazo estas expectativas consideran recortes pronunciados de la Tasa referida, congruentes con la visión de que se producirá una desinflación acelerada.

En relación a los mercados financieros, el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto señala que se ha observado que desde la última Reunión de Política Monetaria se han producido caídas importantes en las tasas nominales, sobre todo en el BCP2. Lo anterior, acompañado por un aumento de las tasas reales más cortas en que también aumentó el BCU2. Asimismo, indica que las tasas reales un poco más largas se han mantenido y se ha observado una caída en las tasas *swap*.

Agrega que el tipo de cambio multilateral se depreció 3,8% desde dicha Reunión y que el tipo de cambio real se ubicaría en torno a 107 puntos base. Indica también que la depreciación se produjo en un contexto de fuertes caídas en los precios de los *commodities*, petróleo y cobre, pero además en un contexto de reducción importante de diferenciales de tasas, explicado por la caída de las tasas nominales y por riesgo soberano. Concluye el señor Soto que desde la última Reunión de Política Monetaria, el diferencial de tasas es capaz de explicar, en buena medida, la depreciación observada en las monedas.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García señala que no resulta importante lo que sucede con la Tasa de Política Monetaria del día, sino que lo que interesa es su trayectoria para los próximos años, ya que es lo que afecta hoy día al tipo de cambio, respecto al nivel que éste tenía hace algunos años. Agrega, que el modelo que se presenta en esta ocasión, considera 48 meses y muestra que la estructura de tasa esperada en Chile *vis a vis* la esperada externamente, ha disminuido de manera muy significativa, producto de la caída de las tasas nominales de los bonos, y que lo mismo se aprecia con las de los *swap,* en que se preveían tasas más bajas. Asimismo, señala que el aumento del *spread* soberano ha compensado de cierta manera la caída de las tasas esperadas en el exterior.

El señor Ministro de Hacienda consulta si esta proyección a 48 meses significa la tasa en cuatro años o bien, algún tipo de promedio integral. Al respecto, el Gerente de División señor Pablo García señala que es un promedio integral de todas las Tasas de Política Monetaria mensuales, implícitas. El Presidente señor José De Gregorio indica que le parece que el punto central es que desde septiembre, las tasas largas han caído mucho más fuertemente en Chile que en el exterior.

El Consejero señor Manual Marfán sobre el mismo tema, menciona que tiene la impresión que se produce un problema cuando se proyecta de esa forma, porque cuando hay primas de riesgo que son las que se ajustan, entonces la interpretación es distinta. Señala a modo de ejemplo, que si por alguna razón en Estados Unidos de América y en Chile la prima de riesgo inflacionario es muy alta, en ambos países, con el referido modelo se interpreta que la tasa que se ajusta principalmente es la tasa nominal; en cambio en Estados Unidos de América la tasa que se ajusta es la tasa reajustada. En consecuencia, señala que si se produce ese

fenómeno, cae la prima de riesgo de inflación en los dos países lo que no necesariamente está reflejando un problema de expectativas cambiarias.

El Gerente de División Estudios señor García comenta, a modo de aclaración, que en el gráfico que se presenta se muestra tanto el diferencial en términos reales como en términos nominales y señala que las caídas han sido similares en ambos casos. Por tanto, le parece que estos efectos diferenciados en primas no juegan un rol muy significativo, dado el movimiento de los diferenciales en términos tanto nominales como reales.

El Presidente señor José De Gregorio señala que las tasas largas son las que tienen menor impacto en el tipo de cambio y que tal vez, para aclarar este punto, podría ser conveniente descomponer ese diferencial de tasa *versus* el riesgo país.

El Consejero señor Sebastián Claro comenta que la depreciación del peso se ha observado en muchas otras monedas y que, por ejemplo, se han apreciado también caídas fuertes en las tasas largas en el euro, el dólar australiano y el real.

El Gerente de División señor Pablo García señala que para los efectos de aclarar la lógica del ejercicio que se ha mostrado, comenta que no se trata de explicar lo que ha pasado con el tipo de cambio, sino que lo que quiere mostrar es si lo que se ha observado en términos de las variables corresponden a aquéllas que habitualmente se asocian con los movimientos cambiarios. Agrega que en general, no se puede explicar lo que sucede con el tipo de cambio.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto señala que lo que se ha observado más recientemente es que los agregados monetarios han aumentado su tasa de crecimiento.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que respecto al crecimiento de este año de 4% – 4,1%, los analistas esperan una corrección drástica en el último trimestre. Consulta cuál es la percepción del mercado respecto del crecimiento de este último trimestre y del primer trimestre del 2009 o de esta corrección a la baja que se está señalando. A lo anterior, el Presidente señor José De Gregorio agrega que le parece que la pregunta correcta sería si se trata de la corrección del Banco Central de Chile o también la del mercado, o si el mercado ya estaba considerando un 4%.

El Gerente señor Soto señala que el mercado se ha ido corrigiendo lentamente, desde un 4,3% que consideraba el Banco Central de Chile hasta un 4%. Indica que a mediados de agosto, el mercado consideraba un 3,7% y que cuando se conoció el IMACEC favorable, inmediatamente el mercado corrigió la proyección en torno a un 4%. Agrega que ahora lentamente se han ido corrigiendo a la baja, más o menos en línea con lo que observaba el Banco Central de Chile.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García desea efectuar algunas observaciones sobre las colocaciones de la banca a 30 – 90 días. Señala que en primer lugar, de acuerdo a los datos del monitoreo de liquidez de las empresas bancarias, el flujo de vencimiento a 90 días, por el lado de las colocaciones, para tener algún tipo de magnitud respecto de este tipo de créditos, es de alrededor de US$ 12 mil a US$ 13 mil millones. En segundo lugar, señala que parte de este incremento en la tasa de colocaciones a 90 días, puede deberse, por ejemplo, a que parte del financiamiento del *factoring* se trasladó directamente a la banca, como consecuencia de que esa opción ha estado desapareciendo.

El Consejero señor Manuel Marfán menciona que solamente para efectos de recordar, desde hace algún tiempo al Banco Central de Chile no se le ocurría medir la evolución de los salarios, tomando el salario promedio, ya que éste tiene que ver con cambios en la composición. Señala que cuando se analizan las tasas de interés promedio, se debería construir un indicador de evolución de esas tasas, por ejemplo, para tener la tasa de interés *prime* de colocaciones, si es que ésta existiera y además graficarla.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García, sobre el particular, menciona que cree conveniente plantear dos aspectos. Uno, respecto de la tasa TAB, en el sentido que el problema que tiene es que no constituye una tasa que efectivamente se vea reflejada en una operación concreta, y que en cambio las otras tasas sí corresponden a operaciones concretas para calcular las tasas promedio. En segundo lugar, comenta que hace un mes y medio su Gerencia de División está planteando esta observación. En consecuencia, no constituye una novedad que se tengan tasas de colocación a 30 - 90 días, de 400 puntos base por encima de lo que se encontraban con anterioridad. Agrega que parte de la corrección de crecimiento para el primer trimestre del próximo año, es precisamente producto de la evaluación de cuánto afecta ésta a la demanda y a la actividad.

El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan agrega que el *factoring* constituye alrededor de un 1% de las colocaciones comerciales y no cree que ello pueda producir algún efecto importante. De todos modos, indica que se observan alzas y que las tasas de crédito de consumo han subido 400 puntos base, al igual que los préstamos comerciales. La diferencia que se observa es que las tasas de colocación de consumo que vienen en alza desde abril y mayo, tienen esta tendencia.

El Consejero señor Sebastián Claro hace presente que tiene algunas dudas respecto a las tasas de colocaciones. En primer lugar, señala que se ha producido un salto de 400 puntos base en dicha tasa y que gran parte de dicho aumento se está atribuyendo a que hubo un ajuste excesivo, pero que a lo mejor ya venía de un nivel relativamente bajo. Consulta en consecuencia, cuál es el nivel que corresponde realmente, atendida la indexación que tiene la economía. Agrega a lo anterior, que es cierto que las empresas se endeudan nominalmente para cerrar la caja, pero que le gustaría conocer cuál es el costo efectivo de eso, lo que depende de la capacidad para traspasarlo al servicio final. En consecuencia, comenta que con una inflación relativamente alta, a lo mejor las tasas de colocación que se están observando hoy son más altas que las históricas, pero no mucho más de los 400 puntos base que se han señalado.

El Consejero señor Manuel Marfán estima que es importante medir bien las cosas, es decir, en primer lugar, si lo que está ocurriendo es que están aumentando las tasas de colocaciones de los clientes *prime* o si está aumentando la estructura de los *spread*. Señala que en su comentario no está entregando una interpretación macro, sino que cree que lo que está ocurriendo es que si los clientes *prime* se están endeudando en Chile en lugar de endeudarse en el exterior, a lo mejor está aumentando su costo de fondo y está subiendo también toda la estructura de *spread* hacia el resto de los clientes, lo cual puede ser fuertemente contractivo de la demanda. Menciona el señor Consejero que puede ser que la masa laboral está aumentando porque se está produciendo un ascenso de personas desde salarios más bajos a salarios más altos, por las razones que sean. En consecuencia, estima que en la forma en que se mide la tasa de interés, que es un promedio, se están confundiendo variaciones de tasas de interés y cambios de composición.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García señala que es posible crear una agenda para medir composición *versus* no composición en las tasas de captación nominales, pero cree que es un tema que no se puede resolver en el corto plazo, ya que habría que utilizar la base de deudores de la Asociación de Bancos e Instituciones Financieras.

El Presidente señor José De Gregorio señala que en el tema inflacionario existen grandes incertidumbres y que le gustaría que en las discusiones se afinaran más aún las sensibilidades de un escenario incierto, por ejemplo respecto de qué pasaría si el petróleo llegara a 30 dólares el barril, que no es una situación en absoluto descartable, producto de la caída de su precio y su relación con el tipo de cambio.

El señor Ministro de Hacienda señala que a riesgo de ser reiterativo, le parece clave el ajuste endógeno del costo de endeudarse más allá de las decisiones de política monetaria, por las razones que sean. Agrega que puede ser que se estén haciendo mediciones incorrectas, que pueden tener en parte alguna razón, pero no puede explicarse todo el movimiento por decisiones endógenas de cambios en las percepciones de un eventual riesgo. Agrega que el hecho objetivo en una economía que es bastante dependiente del crédito, en un horizonte de 30 - 60 días, cualquiera sea la medición que se efectúe es que el costo esperado real reforzado con datos de inflación que en la información del Banco es cercana a 0 y - 0,1% en el caso de Celfin. Al respecto, se pregunta, en qué medida están incorporados en la información que se entrega y cuáles son las sensibilidades relevantes.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García señala que para el ejercicio de que se trata, se consideró la evaluación y la razón histórica entre la tasa de colocación, la inflación, la actividad económica, y la Tasa de Política Monetaria, y se sometió esa relación histórica en modelos de series de tiempo, al *shock* que se está presentando hoy en día. Lo anterior significó alrededor de un punto de menor crecimiento en el actual trimestre y algo más en el siguiente. Agrega que ese dato está contenido en la proyección y que además se reduce en torno a un punto la inflación a 6 meses plazo. Por otra parte, señala que en la proyección del Banco Central de Chile se está reduciendo la inflación a medio punto.

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria Nº 130.

El Presidente señor José De Gregorio fija la Reunión de Política Monetaria del mes de mayo de 2009, para el día 7 de dicho mes.

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

El Gerente de División Estudios señala que en la última Reunión de Política Monetaria, el Consejo acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 8,25% anual, estimando que ello era necesario para reevaluar con mayor información el curso de la política monetaria contenido en el escenario base del *IPoM*. Aunque dicho curso contemplaba ajustes adicionales para asegurar la convergencia de la inflación a la meta, el Consejo revisaría en sus futuras decisiones las implicancias que se derivarían de los desarrollos financieros sobre la inflación proyectada.

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

En el ámbito internacional, se logró contener las tensiones en los mercados financieros gracias a las inusitadas intervenciones de los sistemas bancarios en las principales economías del mundo desarrollado, mientras los bancos centrales han continuado relajando sus instancias de política monetaria.

El Fondo Monetario Internacional y la Reserva Federal han implementado novedosas medidas de provisión de liquidez para economías emergentes. Indica que de todos modos, las primas por riesgo y la volatilidad de los mercados accionarios siguen siendo altas y las monedas de economías emergentes siguen depreciadas.

En este escenario, se anticipa que el crecimiento mundial para el 2009 se ubicaría entre 2% y 2,5% y con menores precios de los *commodities* y de las condiciones crediticias que seguirán siendo estrechas.

Menciona el Gerente de División Estudios que las tensiones en los mercados monetarios locales amainaron gracias a la implementación de diversas medidas por parte del Banco Central de Chile, pero el costo del crédito y las condiciones crediticias continúan estrechas. Por su parte, indica que el peso se ha mantenido en niveles depreciados y con significativa volatilidad. Señala también, que se estima que, por ahora, las cifras internas de actividad y demanda no reflejan el impacto del cambio del escenario macro durante septiembre y octubre, pero se prevé de todos modos que el crecimiento del PIB y de la demanda interna comenzarán a resentirse a partir de este trimestre, respecto de proyecciones previas.

Indica el Gerente de División señor García que aunque la inflación del mes de octubre sorprendió al alza, ello se debió fundamentalmente al efecto de la depreciación del peso y a los precios de productos perecibles además de la carne. Señala que las cifras de inflación subyacente estuvieron en línea con lo previsto, y algo por debajo en el caso de los alimentos no perecibles. Agrega que por el lado de los salarios, éstos siguen mostrando una dinámica compatible con patrones históricos, mientras las compensaciones inflacionarias se han mantenido bajas. Menciona que otras medidas de expectativas de inflación muestran reducciones moderadas.

Manifiesta el Gerente de División Estudios que los antecedentes anteriores, junto con la reevaluación del escenario internacional para el 2009-2010, llevan a configurar un nuevo escenario de mediano plazo, el cual contempla un crecimiento del PIB de 2,5% para el 2009 y una reducción rápida de la inflación, convergiendo a 3% antes de lo contemplado en el *IPoM* de septiembre. Indica que las expectativas privadas se encuentran globalmente en línea con este escenario, destacando que, a pesar de la significativa depreciación nominal y real del peso, las compensaciones inflacionarias se han reducido de manera significativa.

Comenta el Gerente de División Estudios señor García, que de las tres consideraciones tras la decisión de la Reunión de Política Monetaria del mes de octubre, esto es, la magnitud del efecto contractivo por condiciones crediticias internas más estrechas, un escenario internacional más deteriorado, y la persistencia del proceso inflacionario, la Gerencia de División Estudios ha llegado al juicio respecto de que las dos primeras alteran el escenario del *IPoM*, mientras que en el caso de la persistencia inflacionaria no se modifica la evaluación, controlado por las perspectivas de holguras de capacidad. Por lo tanto, señala que en esta ocasión las dos consideraciones relevantes para la decisión de política son: (i) las implicancias de política monetaria del nuevo escenario de mediano plazo que se presenta en esta Reunión de Política Monetaria; (ii) los riesgos asociados y la incertidumbre que aún persiste.

Indica el Gerente señor Garcia que en relación al primer punto, la actualización del escenario base presentado en esta Reunión, resulta en una trayectoria para la Tasa de Política Monetaria que es plana por varios meses para luego, en la medida en que se comienzan a materializar mayores holguras de capacidad y una desinflación rápida, descender de manera significativa en el curso del año 2009, la que está en torno a 100 puntos base por debajo de la implícita en el *IPoM*. Por otra parte, señala que los elementos centrales que están tras esta dinámica inflacionaria son los siguientes. Como ya se mencionó, uno de ellos es la generación de holguras, del orden de 2% a 3% del PIB en el 2009, generado tanto por la evaluación de la Gerencia de División Estudios respecto del impacto en el crecimiento de las condiciones crediticias más restrictivas, como por el deteriorado panorama internacional de mediano plazo. El segundo, es la observación que más allá del efecto cambiario y de la generación de mayores holguras, la dinámica y propagación inflacionaria sigue una trayectoria congruente con el escenario del *IPoM*. Por último, el tercero es que la depreciación del peso es fundamentalmente transitoria y que se produce una convergencia a niveles coherentes con sus determinantes de largo plazo, en el curso de los próximos trimestres. Menciona el señor García que como se señaló, en este escenario la Tasa de Política Monetaria se mantendría en su nivel actual durante varios meses, por lo que es difícil argumentar a favor de una opción distinta de mantener la Tasa de Política en 8,25%.

Respecto del segundo punto, señala que es evidente que el entorno macroeconómico sigue siendo extraordinariamente incierto y volátil. En el ámbito internacional, y a pesar de la masiva intervención bancaria reciente, los mercados financieros e interbancarios globales siguen mostrando primas por riesgo de crédito y contraparte significativas a plazos medianos. Adicionalmente, indica el Gerente de División Estudios señor García que la magnitud y persistencia de la desaceleración internacional es aún materia de especulación, dependiendo en buena medida de la magnitud del proceso de desapalancamiento de las instituciones financieras hacia el 2009; el daño que finalmente se materialice en la calidad crediticia del sector corporativo global; y, la eventualidad de nuevas tensiones en mercados emergentes.

Hace presente el señor García, que en el ámbito interno, más allá de información casuística relativa a la mayor prudencia de los agentes y postergación de proyectos, todavía no se aprecia, en cifras macroeconómicas efectivas, el impacto concreto del cambio en las condiciones de financiamiento y la alteración del entorno externo, pudiendo ser este mayor o menor que lo que los patrones históricos sugieren y que han servido de base, como siempre, a la configuración del escenario de proyección presentado en esta Reunión de Política Monetaria. Señala además, que los costos de errar en el diagnóstico sobre la magnitud de estos efectos pueden bien ser asimétricos.

Adicionalmente, se estima que el traspaso de la depreciación a inflación en el mediano plazo sigue siendo moderado, una evaluación que es hasta ahora compartida por los mercados financieros, lo cual se observa en la fuerte caída que han acumulado las medidas de compensación inflacionaria y la estructura de tasas nominales. Indica que no se puede descartar, sin embargo, que si la economía finalmente es más resiliente que lo anticipado al cambio en el entorno internacional, el traspaso de la reciente depreciación sea mayor.

Señala el Gerente de División señor García que en la medida en que se ponderen de una u otra forma los riesgos antes mencionados, podría ser posible justificar incluir entre las opciones posibles un aumento o una disminución de la Tasa de Política Monetaria. Ambas alternativas, sin embargo, son difíciles de justificar en esta coyuntura. Por un lado, un aumento de la Tasa sólo se podría dar en un escenario claramente muy distinto al que se está planteando como más probable, por ejemplo si la coyuntura se ve alterada y se vuelve a un panorama de mediano plazo más parecido al del *IPoM* de septiembre, o porque la economía

real es mucho más resiliente al deteriorado panorama externo, con lo que las presiones inflacionarias no se disipan con la rapidez prevista. Por otro lado, una reducción de la Tasa de Política parece ser por ahora apresurada, debido a que la actualización del escenario base no sugiere reducciones de esta Tasa sino hasta que se materialice un escenario de menor inflación y crecimiento. Indica el señor García, que por todos estos aspectos, es difícil contemplar una opción distinta a mantener la Tasa de Política Monetaria en esta oportunidad.

Finalmente, hace presente el señor Gerente de División Estudios que con relación a los aspectos comunicacionales y tácticos, le parece importante destacar que, en esta ocasión, el mercado espera prácticamente por unanimidad una mantención de la Tasa de Política Monetaria y cualquier decisión distinta sería tomada con bastante sorpresa, dando cuenta de un escenario macroeconómico bastante distinto al que ha internalizado el mercado. Sin embargo, las proyecciones del nuevo escenario base que se divulgarán próximamente no son muy distintas a, por ejemplo, los contenidos en la Encuesta de Expectativas Económicas.

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

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann comenta que en relación al anuncio del Secretario del Tesoro de Estados Unidos de América señor Henry Paulson, respecto al plan de rescate, cree que pareciera ser que existe una clara línea argumental para favorecer lo que son los aportes de capital, lo que tiene dos aristas importantes de comentar. La primera de ellas está referida a que todavía existen dudas importantes respecto a la valoración de los activos tóxicos, tarea que en principio iba a corresponder al Tesoro de Estados Unidos de América, y que vuelve nuevamente con fuerza hacia el mercado, tarea que continuará hacia delante y que no es fácil de resolver, más aún cuando de acuerdo a la gráfica que se presentó en la Reunión de la mañana relativa al precio de viviendas, éstos deberían seguir cayendo y, por tanto, también en materia de morosidad se podría observar alguna novedad. Indica el señor Lehmann que la otra arista importante de destacar es que, relacionado también con lo que señaló el señor Secretario del Tesoro de Estados Unidos de América, existen algunas empresas, en particular vinculadas al sector automotriz en Estados Unidos de América, que están en una situación muy compleja, especialmente se sabe de General Motors. Agrega que en el mismo anuncio el señor Henry Paulson planteó que no estaría dispuesto, por ahora, a usar los recursos aprobados por el Senado, asociados al rescate de esos sectores en particular. Indica que lo anterior abrió fuertes dudas en los mercados respecto a algunas empresas en especial, provocando caídas importantes en las bolsas. Señala que lo citado ha llevado a que hoy se estén observando nuevamente volatilidades altas. Comenta el Gerente mencionado que se apreció en la mañana que la volatilidad del VIX había tendido a caer. Sin embargo, justamente a propósito de estas dudas, se han registrado aumentos relativamente importantes en el VIX, estando hoy en más menos 70%, con fuerte volatilidad de los mercados y, por tanto, allí todavía existe un camino por recorrer y preguntas importantes, respecto a la resolución de la crisis más allá de los efectos reales, que como se había comentado en la mañana, tienen un claro sesgo hacia la baja.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que no logra entender por qué los mercados castigan el hecho que el Gobierno de Estados Unidos de América no ayude a un sector en particular. El señor Gerente de División Estudios, contestando la consulta formulada por el Consejero señor Marfán, indica que su interpretación es que el mercado o los bancos, prefieren desprenderse de los activos tóxicos a que dichos activos se capitalicen.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux, sobre el particular, agrega que lo interesante es que el encargado de Hacienda de la Cámara de Representantes de Estados Unidos de América se manifestó muy contrario a la decisión sobre esta materia comunicada por el señor Henry Paulson.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco, en relación a lo comentado por el señor Vicepresidente, indica que tiene una interpretación distinta de la que se ha entregado, aunque no es necesariamente excluyente. En su opinión, cree que el mercado cayó porque ello revela la desorientación en que está el Gobierno de Estados Unidos de América. Agrega que el señor Henry Paulson le señaló al mundo que no haría un plan de rescate. Sin embargo, dos días después lo hizo. Indica que dos semanas después, este plan de rescate no era el que inicialmente iba a ser y ahora dice que en realidad será totalmente distinto al que inicialmente no iba a ser. En el almuerzo de los Ministros de América Latina con el señor Paulson el día 27 de septiembre, él expresó que de ningún modo iba a seguir el modelo británico y dos días después anunció que sí iba a seguir dicho modelo.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto señala que en la Reunión de la mañana presentó una proyección de 4,1% de crecimiento para este año. Menciona que en el *IPoM* se planteó el problema de dar proyecciones del segundo y tercer trimestre. Comenta el señor Claudio Soto, que se efectuaron las revisiones correspondientes y puede informar que ello significa una décima más de crecimiento para este año, respecto a la proyección que presentó. Con la revisión para el segundo y tercer trimestre podría ser un 4,2% y la demanda presenta una revisión de dos décimas para el año, hacia arriba.

Al respecto, el Presidente señor De Gregorio indica que se tiene una estimación hacia arriba de 4,2% y que ese es el número relevante para mañana.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco señala que comienza por constatar tres puntos, que a su juicio son bastante evidentes. En primer lugar, que el escenario internacional no mejoró y la persistencia real del problema financiero es aún mayor de lo que se preveía hace un mes. En segundo lugar, indica que a su juicio, en Chile se presenta un vuelco marcado tanto del comportamiento de la inflación futura, no pasada, como de las expectativas de inflación. Manifiesta el señor Ministro que tiene dudas que alguien en esta Reunión lo hubiese previsto hace un mes atrás. Agrega que cuatro meses de inflación cero es más pesimista respecto de la inflación que varias de las estimaciones del mercado, lo cual a su juicio es un vuelco decisivo. En tercer lugar, plantea que se está en una coyuntura internacional y en alguna medida también nacional, en que la incertidumbre es mayor que en ningún período, al menos desde que este Ministro está en estas actividades, probablemente en décadas, y es una circunstancia en la cual los modelos respecto de los que siempre hay que tener una cuota de escepticismo saludable, hoy eso debe ser aún mayor, y al menos en su visión del mundo, es posible que los modelos de verdad incorporen equilibrios múltiples, aún cuando no se conoce cómo se transita de uno a otro equilibrio o por qué transita de uno a otro. Señala el señor Ministro que esto le da un peso mayor al juicio que se requiere en estas decisiones, que lo que usualmente sería recomendable. Le parece que el grado de confianza que uno puede poner en proyecciones más o menos mecánicas es algo menor. Asimismo, señala que lo que se observa sin haber tenido el privilegio de escuchar las discusiones de muchos bancos centrales, pero lo que se infiere de sus acciones, es que muchos de ellos han dado bastante importancia al juicio respecto a una situación de gran incertidumbre en que hay alguna probabilidad, no se sabe de cuánto ha resultado negativo en lo que se refiere a actividad y posiblemente deflacionario. En otros países no así en Chile, eso ha llevado a bajas de la tasa de interés muchísimo mayor de lo que uno habría previsto y de lo que algunos modelos puramente convencionales habrían predicho, en países por ejemplo como Australia o Gran Bretaña. Sumando todo esto, señala que su comentario respecto a Chile es que la pregunta ha variado. Indica que la pregunta hace

un mes atrás era si existe algún escenario en el cual la política monetaria debe pasar de neutral o contractiva a expansiva y que la pregunta no es si eso debería ocurrir, sino simplemente cuándo. Señala el señor Ministro de Hacienda que comparte las Opciones que entrega la Gerencia de División Estudios, en el sentido que el cuándo aún no ha llegado, pero con la información disponible hoy se atrevería a asegurar que ese cuándo es más temprano que tarde y, por lo tanto, compartiendo la opción que la Gerencia de División Estudios plantea en esta ocasión, sospecha que en un mes más se estará discutiendo la magnitud de la baja de tasa que sea aconsejable efectuar en esa ocasión.

El Presidente ofrece la palabra a los señores Consejeros para proceder a la votación.

El Consejero señor Sebastián Claro manifiesta que la información recabada el último mes da cuenta de varios fenómenos que afectan la decisión de esta Reunión. En primer lugar, señala que el dato negativo de inflación del mes de octubre confirma que la inflación sigue siendo el principal problema que actualmente enfrenta la economía chilena. Indica que la propagación continúa siendo alta y preocupante, y que el impacto del nivel y volatilidad del tipo de cambio se hace sentir en las medidas de inflación. En segundo lugar, comenta que ya es evidente que el mundo desarrollado se encamina hacia una desaceleración importante. Los datos de actividad y las reacciones de las autoridades monetarias y fiscales dejan entrever muy malas perspectivas para los países desarrollados. Sin embargo, el Consejero señor Claro señala que todavía existe mayor incertidumbre, respecto de la capacidad de los países emergentes de sostener un dinamismo razonable en la actividad, aunque sin duda ésta será corregida a la baja. En tercer lugar, se observa una caída importante en los precios de los *commodities*, lo que debiera contribuir a una menor inflación en el mediano plazo, en la medida que los movimientos del tipo de cambio sean acotados. Finalmente, en cuarto lugar, hace presente que las expectativas de inflación han disminuido significativamente, lo que representa un buen indicador. Sin embargo, estima que todavía se mantienen por sobre la meta en el horizonte de 2 años. Indica que los analistas, las encuestas y los precios de los activos financieros descuentan una caída de la Tasa de Política Monetaria a partir del primer semestre del 2009, pero sorprendentemente, las expectativas de inflación consistentes con esas trayectorias continúan por sobre el 3%.

Señala el Consejero señor Sebastián Claro que esta Reunión está acompañada de un informe que representa una actualización del escenario base del *IPoM* de septiembre y que la principal conclusión de este estudio, es que se está en un escenario donde aparecen con mayor fuerza algunos elementos que contribuirían a disminuir las presiones inflacionarias.

Indica el señor Consejero, que hay que distinguir entre las tres principales fuerzas que contribuyen a disminuir las presiones inflacionarias. Por una parte, los menores precios de los *commodities* son una realidad, el mercado espera ampliamente que se mantengan en rangos similares a los actuales en el futuro, por lo cual piensa que objetivamente constituyen una causa de menor inflación en el futuro. En relación al impacto de la menor actividad sobre las presiones inflacionarias, el Consejero señor Claro menciona que la intuición le indica que la economía chilena tendrá menor dinamismo, tanto por menor demanda externa como por mayores restricciones crediticias. Agrega al respecto, que los datos y los análisis internos hasta el momento sugieren que el impacto sobre la actividad en Chile debiera ser importante, pero acotado. Añade que las mayores restricciones al crédito se perciben claramente, aunque no es evidente su magnitud ni su impacto sobre la actividad. En opinión del Consejero señor Claro, existe una significativa incertidumbre en este ámbito, especialmente porque se venía de un periodo donde las condiciones del crédito eran excesivamente favorables, elemento que el Banco Central de Chile esperaba corregir. Indica que resulta esperable que el menor dinamismo en la actividad tendrá impacto sobre las presiones

inflacionarias, pero todavía resulta temprano evaluar la magnitud del impacto sobre la demanda y actividad y, por lo tanto, sobre la trayectoria de la inflación. Sobre el particular, el Consejero señor Claro estima que en ese ámbito, los riesgos sobre la actividad son a la baja, con su consecuente impacto sobre la inflación. Respecto de la trayectoria del tipo de cambio, señala que la actualización supone que la depreciación observada es fundamentalmente transitoria, y que durante el año 2009 se espera una apreciación real importante. Indica que este tema es de suma relevancia y, en las circunstancias actuales, le parece que los riesgos que la volatilidad cambiaria se mantenga elevada con mercados financieros internacionales tensionados, es alta.

Para el Consejero señor Sebastián Claro, mientras no exista evidencia de la magnitud y persistencia de estos efectos sobre la inflación, resulta en su opinión prematuro desviar la trayectoria de la política monetaria, especialmente en un contexto donde los riesgos - y especialmente los costos - que la inflación se mantenga alta son importantes. Agrega el señor Consejero que se centrará en los tres riesgos que considera más importantes.

En primer lugar, indica que la dinámica cambiaria es compleja y volátil, además que las perspectivas actuales impiden hacer descansar la caída en la inflación en los mecanismos mencionados anteriormente. Las presiones a un mayor tipo de cambio real de equilibrio en el mediano plazo debido a menores términos de intercambio, las restricciones al financiamiento en el exterior que se espera se mantengan elevadas en los próximos trimestres, y la alta volatilidad e incertidumbre en la demanda mundial por activos riesgosos, colocan dudas respecto que la situación actual refleje principalmente una sobrerreacción del tipo de cambio que debiera corregirse en el corto plazo, como supone la actualización del escenario base. Indica el Consejero señor Claro que en segundo término, el grado de indexación de la economía chilena es alto. Indica que resulta difícil medirla o resumirla en un coeficiente, pero los registros de inflación de los últimos meses y la evidencia casuística, sugieren que se puede estar frente a una dinámica inflacionaria que sea más pegajosa de lo sugerido por nuestros propios modelos. Finalmente, señala como tercer riesgo, que no se tiene espacio para errar en el lado de minimizar los riesgos que la inflación se mantenga alta.

Señala el Consejero señor Sebastián Claro que lo anterior lo lleva a plantear el siguiente dilema. La corrección esperada en demanda interna y actividad, así como los menores precios de los *commodities* debieran contribuir a una menor inflación en el mediano plazo, tal como el mercado ya lo anticipa. La velocidad e intensidad de estos efectos sobre la inflación es todavía muy incierta, y dependerá de cuan grande sea el menor dinamismo en la actividad y demanda doméstica, de la dinámica del tipo de cambio y del grado efectivo de inercia que presente la inflación. Agrega que ninguno de estos tres elementos está todavía aclarado y cree que tampoco lo estarán en el corto plazo.

En opinión del Consejero señor Sebastián Claro, mientras no exista una relativa certeza que el proceso de convergencia de la inflación a la meta es inequívoco, piensa que corresponde mantener la Tasa de Política Monetaria. Por su parte, menciona que la alta y generalizada inflación no permite iniciar un proceso de baja en la Tasa hasta que exista evidencia clara de una desinflación importante, de la materialización de holguras en capacidad, de grados acotados de inercia en la inflación, y de estabilidad cambiaria.

Por las razones expuestas, el Consejero señor Sebastián Claro expresa que su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual, manteniendo el sesgo neutral en el Comunicado.

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

Señala el Consejero señor Marshall que la profundización y extensión de la crisis financiera internacional ha llevado a efectuar una actualización del escenario base. Agrega, que sin perjuicio del alivio que se ha producido en los mercados monetarios internacionales en las últimas semanas, la crisis ha traído consigo un cambio muy significativo en la economía mundial, con fuertes repercusiones en las economías emergentes, incluida la nuestra. En ese sentido, indica el Consejero señor Marshall que las señales que se han recibido en el último tiempo apuntan todas en la misma dirección: deterioro de las expectativas, endurecimiento de las condiciones financieras, desaceleración de la actividad real, especialmente en las economías avanzadas; apreciación del dólar y desplome en los precios para las materias primas. En este contexto, comenta el señor Consejero que las proyecciones de crecimiento se han ajustado significativamente a la baja y las expectativas de inflación se han moderado. Hace presente también que existen muchas incertidumbres debido a que la crisis se encuentra aún en desarrollo, razón por la que se debe permanecer atento a posibles desviaciones respecto de lo que se considere como el curso o evolución más probable de la economía mundial. Menciona que a estas alturas, por ejemplo, no se sabe exactamente cuán profunda y larga será la recesión en las economías avanzadas, ni tampoco cuál será la magnitud del impacto en las economías emergentes.

Hace presente el Consejero señor Enrique Marshall que en el frente interno, el cuadro macro sigue siendo muy complejo. La crisis ha provocado un deterioro brusco en las expectativas de los hogares y las empresas, lo que contribuirá a desacelerar la demanda y, en particular, aquellos componentes más sensibles al ciclo. Adicionalmente, señala que los bancos han reaccionado al nuevo entorno financiero global, endureciendo las condiciones crediticias. Agrega que los datos disponibles sugieren que la percepción de riesgo de crédito ha aumentado en forma considerable, lo que se ha traducido, entre otras cosas, en un alza de las tasas de interés cobradas a los clientes de varios puntos porcentuales, lo cual también tendrá un impacto sobre la demanda. Indica el señor Consejero que lo más probable es que estas fuerzas operen con mayor intensidad en el curso del próximo año y que perduren durante varios trimestres, entre otras cosas, porque el crédito interno, después de varios años de rápida expansión, entrará en una etapa de moderación y ajuste que necesariamente tomará tiempo.

Comenta el Consejero señor Enrique Marshall que las cifras de actividad y empleo que se han conocido recientemente reflejan, en lo fundamental, las tendencias que se observaban. Señala asimismo, que el IMACEC de septiembre sorprendió más bien al alza, en tanto las cifras de empleo siguen siendo positivas. Sin embargo, hacia delante se espera una desaceleración de la actividad y el empleo, que se intensificaría en el curso del próximo año. Indica que la inflación anual sigue siendo alta y las cifras de octubre sorprendieron más bien al alza. Agrega que aunque se sigue observando propagación y no se advierte todavía un cambio en la dinámica inflacionaria, las proyecciones sugieren registros mensuales más bien bajos para los próximos meses, particularmente por un menor precio de los combustibles.

Por su parte, menciona que las remuneraciones siguen observando un crecimiento moderado, similar al de meses anteriores.

Comenta el Consejero señor Marshall que donde sí se advierte un cambio apreciable es en materia de expectativas de inflación, las que se han ajustado a la baja en forma importante. Congruente con ello, señala que las expectativas para la Tasa de Política Monetaria han sido corregidas. El mercado espera que la Tasa de Política Monetaria permanezca en su actual nivel por algunos meses y luego comience a descender. Le parece que las apreciaciones varían, sin embargo, en cuanto a la velocidad e intensidad del ajuste en un horizonte de mediano plazo. Menciona que en suma, el escenario macro ha cambiado abruptamente en los últimos dos meses y al *shock* inflacionario que se ha conocido, se ha

agregado ahora un *shock* financiero con efectos adversos sobre las condiciones crediticias, la demanda y la actividad, lo que se manifestará con fuerza en el mediano plazo.

Señala el Consejero señor Enrique Marshall que el dilema para la política monetaria es complejo, porque los efectos desinflacionarios de este *shock* financiero son difíciles de anticipar con precisión y operarán con algún rezago. En este contexto, cree que la opción de política que surge con mayor nitidez es la de mantener la Tasa de Política Monetaria en su actual nivel, fundamentándose, en primer lugar, por el alto nivel que registra la inflación anual y por el desafío que implica todavía su convergencia. En esa misma línea, le parece recomendable que los registros mensuales de inflación muestren un quiebre de tendencia, antes de proceder a efectuar un recorte de la Tasa de Política. Además, se debe señalar que la Tasa de Política Monetaria se ubica actualmente por debajo de la trayectoria contemplada en nuestro último Informe, de manera que la decisión de mantenerla implica de por sí una verdadera rebaja respecto de dicho nivel.

Por otra parte, el Consejero señor Enrique Marshall señala que descarta completamente la opción de subir la Tasa, pero admite que la opción de efectuar un recorte merece atención y en ese sentido, señala que tiene un matiz de diferencia con la Minuta de Opciones presentada por la Gerencia de División Estudios. Manifiesta que se puede argumentar que la severidad del golpe a las expectativas provocada por la crisis, los cambios en las preferencias por riesgo y, en particular, el endurecimiento de las condiciones crediticias, requiere o requerirá próximamente de una acción de política más decidida. Señala también que como la tasa efectiva enfrentada por los clientes ha subido en varios puntos porcentuales, como resultado de la percepción de un mayor riesgo de crédito, ello abriría espacio para un recorte en el nivel de la Tasa de Política Monetaria. Admite, sin embargo, que el diagnóstico sobre lo que está ocurriendo con las políticas crediticias de los bancos es aún preliminar y requiere ser confirmado y perfeccionado antes de servir de base para una acción de política. Agrega el Consejero señor Marshall que también le asigna un cierto peso a que el mercado, en forma mayoritaria, espera que la Tasa de Política Monetaria no sufra cambios en esta oportunidad. Agrega que todo lo anterior, lo lleva finalmente a dejar de lado la opción de una rebaja. Por lo demás, cree que si la Tasa de Política Monetaria permanece en su actual nivel, queda abierta la posibilidad de reaccionar en los próximos meses con la intensidad que se estime necesaria. En todo caso, indica el señor Consejero que lo importante es dar cuenta de los cambios en el escenario base y entregar una señal clara sobre la orientación de la política monetaria hacia delante.

En consecuencia, por las razones expuestas, el Consejero señor Enrique Marshall indica que vota por mantener la Tasa de Política Monetaria en 8,25%.

Antes de continuar con la votación de los señores Consejeros, el Presidente señor José De Gregorio ofrece la palabra al señor Ministro de Hacienda, quien desea efectuar un alcance a la intervención que efectuara con anterioridad.

El señor Ministro comenta que al escuchar los fundamentos de la votación efectuada por el Consejero señor Enrique Marshall, se percató que en su intervención se expresó en forma poco clara en un aspecto y que le gustaría consignarlo para efectos de la elaboración de la Minuta. Agrega que concuerda con la alternativa final que plantea la Gerencia de División Estudios, en cuanto a mantener, pero no en cuanto a las opciones que ofrece, porque habría preferido que en ellas se incluyera la posibilidad de efectuar un recorte de la Tasa de Política Monetaria.

El Presidente señala que después de esta aclaración continúa la votación.

El Consejero señor Manuel Marfán agradece el análisis efectuado por el *staff*, que en esta ocasión incluye una muy útil actualización del escenario macro del *IPoM*, el cual se ha visto modificado de manera significativa por los eventos recientes de la economía internacional y doméstica.

Señala que algunos de los aspectos más relevantes que cabe consignar y que no estaban considerados evidentemente en el escenario anterior, son la caída en los precios de los *commodities*, siguiendo los del cobre, el petróleo y los alimentos; la desaceleración de la demanda de la actividad internacional y especialmente de las perspectivas para estas variables hacia delante; la persistencia de las tensiones financieras y, finalmente, el pesimismo y la amplitud de los escenarios alternativos.

Menciona el Consejero señor Marfán que las economías emergentes más endeudadas, muestran pocos grados de libertad para impulsar políticas anticíclicas, como lo refleja el aumento de las tasas de interés largas en sus respectivas monedas.

Señala el señor Consejero que la economía chilena se distingue una vez más en la región, por la reducción de las tasas largas domésticas reflejando, a su juicio, un mayor margen de maniobra para la política económica.

Manifiesta el Consejero señor Manuel Marfán que en el escenario de septiembre se contemplaba una política monetaria fuertemente más contractiva, de manera de generar un aumento moderado de la brecha del *PIB* y de ese modo reducir las presiones inflacionarias a lo largo del horizonte de política. Agrega, que en el escenario actual esa mayor brecha del *PIB* moderada se produce sin la necesidad de una política monetaria activa. Por el contrario, el actual escenario central supone una mantención de la Tasa de Política Monetaria durante algunos meses, para posteriormente converger hacia un nivel más bajo.

Le parece que de las diversas variables macro actuales hay dos que, a su juicio, están francamente desalineadas respecto de cualquier equilibrio estacionario razonable. Señala que la primera es la tasa de inflación en doce meses, que hoy es cercana al 10%, y el segundo es el tipo de cambio real que está también, de acuerdo a las estimaciones, desalineado fuertemente respecto de sus fundamentales de largo plazo. En opinión del Consejero señor Marfán, mientras estas dos variables se mantengan desalineadas, es imprudente pensar en una reducción de la Tasa de Política Monetaria y en ese sentido descarta en la actualidad esa posibilidad. Al mismo tiempo, estima que dadas las perspectivas también encuentra acertada la posición formulada en la Minuta de Opciones, en el sentido de descartar un aumento de la Tasa.

Por las razones expuestas, manifiesta el Consejero señor Manuel Marfán que su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria, manteniendo un sesgo neutral en el Comunicado. Agrega que hasta el próximo *IPoM* no existe en el escenario base necesidad de introducir movimiento en las tasas de política y que el grueso de lo que va a justificar esta decisión estaría contenido en la actualización del escenario que se dará a conocer próximamente.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux manifiesta que la decisión de hoy, al igual que en octubre pasado, está marcada por la profundización de la crisis financiera internacional. En dicha Reunión, el Consejo optó por mantener inalterada la Tasa de Política Monetaria para evaluar con mayor información su curso futuro, después de tomar en cuenta los nuevos antecedentes. Menciona el señor Vicepresidente que desde entonces se han reducido las tensiones en los mercados financieros de países desarrollados, gracias a la resuelta intervención de autoridades monetarias, fiscales y multilaterales. Sin embargo, las perspectivas

de la economía mundial se han deteriorado adicionalmente, previéndose ahora una recesión en el mundo desarrollado y un menor crecimiento en el mundo emergente, por un período que se extendería hasta fines del año 2009.

Agrega el señor Vicepresidente que la mayor incertidumbre financiera de las primeras dos semanas de octubre también afectó los mercados financieros locales, situación que tendió a normalizarse luego de la implementación de una serie de medidas por parte del Banco Central de Chile y el Ministerio de Hacienda. Pese a ello, las condiciones para otorgar créditos se han tornado más restrictivas, y el peso se ha depreciado en un 26% desde el cierre del *IPoM* de septiembre. Indica que hasta ahora, el impacto interno de la crisis financiera internacional se ha limitado al plano financiero, y que es previsible que ello tenga consecuencias contractivas sobre la actividad. Señala que paralelamente, se han ido reduciendo marcadamente las expectativas de inflación del mercado, pese a un elevado registro de inflación en el mes de octubre.

Hace presente el Vicepresidente señor Desormeaux que en los próximos trimestres la economía chilena absorberá, además, las repercusiones de la crisis sobre el sector real, a través de su impacto sobre las exportaciones, los términos de intercambio y la inversión extranjera, entre otros canales de transmisión. Comenta que estos desarrollos tienen consecuencias de primer orden para la política monetaria y, por lo tanto, resulta clave la evaluación de la Gerencia de División Estudios sobre el impacto conjunto de estos desarrollos, -financieros y reales- sobre la inflación proyectada, y la trayectoria ideal de tasa de política monetaria que resulta de este ejercicio. Indica que el trabajo presentado por la Gerencia de División Estudios, provee la información necesaria para la decisión de hoy, la cual se encuentra claramente explicitada en el documento de antecedentes preparado para esta Reunión.

Para el señor Vicepresidente, el mensaje principal de este ejercicio -que como es obvio está sujeto a riesgos- es que la desaceleración global va a generar holguras de 2 a 3 puntos del *PIB* el año 2009, a lo que se agrega la proyección que una parte de la reciente depreciación del peso sería transitoria. De lo anterior, se desprende una trayectoria para la Tasa de Política Monetaria que se encuentra 100 puntos base por debajo de aquélla implícita en el *IPoM* de septiembre.

Comenta el Vicepresidente señor Desormeaux que este escenario está sujeto a riesgos considerables, incluyendo una posible profundización de la crisis internacional, así como una mayor repercusión en el plano interno. Comenta que sobre la base de la información disponible al día de hoy, es difícil justificar una decisión diferente que la de mantener inalterada la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual, tal como lo plantea el documento de Opciones. Le parece que la opción de aumentar está descartada en este escenario, y la de reducir es ciertamente prematura, en tanto no se configure un escenario de menor inflación, expectativas de inflación más cercanas a la meta en el horizonte de 24 meses, y una progresiva ampliación de holguras en el sector real.

Finalmente, el señor Vicepresidente señala que el poder de la política monetaria depende no sólo de su nivel actual, sino también de la información que se provea sobre su trayectoria futura. Desde esta perspectiva, la existencia de un nuevo escenario base con una trayectoria de la Tasa de Política Monetaria que se encuentra por debajo de los valores previstos en el *IPoM* de septiembre, también debe formar parte de la información que se entregue al público, lo que está previsto que ocurra con la próxima publicación del "Documento de Actualización del Escenario de Proyecciones".

Por las consideraciones expuestas, el Vicepresidente señor Jorge Desormeaux señala que vota por la mantención de la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual de 8,25% anual, manteniendo un sesgo neutral en el Comunicado.

El Presidente señor José De Gregorio manifiesta que en un escenario de alta incertidumbre, hay algunas tendencias relativamente claras en el ámbito externo e interno. En el primero, indica que está claro que las economías desarrolladas entrarán en un período de recesión, cuya duración es aún incierta. La extrema turbulencia en los mercados financieros internacionales ha amainado, pero siguen prevaleciendo condiciones muy estrechas. Las repercusiones de la crisis financiera global se están comenzando apreciar en los países emergentes. Señala que en este escenario de debilidad global, se observa una importante caída en los precios de los *commodities*, lo que anticipa un panorama de caída de la inflación en el mundo, lo cual unido a la fragilidad de sus economías, ha llevado a muchos bancos centrales a reducir sus tasas de interés. Por último, a juicio del Presidente señor De Gregorio, los riesgos en el ámbito internacional son de una mayor debilidad que la prevista hasta hoy.

Señala el señor Presidente que en el ámbito interno ya se comienzan a observar algunos efectos reales de la actual crisis, los que comenzaron por transmitirse a través del estrechamiento de las condiciones de liquidez, las que fueron aliviadas por acciones de política económica, pero persiste una mayor percepción de riesgo, lo que ha resultado en un aumento de las tasas de colocación. Comenta que los reales efectos se sentirán también en una caída de la demanda por las exportaciones. Mención especial es la severa caída del precio del cobre. No obstante, señala que la economía está bien preparada para absorber este *shock*, principalmente por la conducción de la política fiscal y la flotación cambiaria. Desde el punto de vista de las perspectivas económicas, la buena noticia viene por la caída del precio del petróleo, la cual debiera aliviar la elevada inflación y resultar en una caída de costos para el sector productivo.

Manifiesta el Presidente señor De Gregorio que la noticia inflacionaria del último mes fue algo por encima de las expectativas, aunque estima que se debe reconocer que sorprendió menos que al sector privado, pues en las estimaciones ya se ha contemplado algo más de propagación que la habitual. En este contexto, y con la inflación muy elevada, el desafío de la política monetaria es complejo. Señala que se debe asegurar que la propagación sea limitada y que la caída de la inflación mundial se transmita a la economía nacional. Indica que la elevada depreciación del peso, al igual que la de muchas otras monedas en el mundo, en especial en los países exportadores de materias primas, ha atenuado la caída de los precios internacionales, pero cree que se está todavía lejos de eliminar dichos efectos. Asimismo, indica que las cifras sobre la evolución de los salarios muestran que éstos no están causando persistencia inflacionaria y que de continuar su curso actual, debieran seguir una evolución coherente con una trayectoria de caída de la inflación y, por lo tanto, contribuir a suavizar el ajuste de la economía.

El Presidente señor José De Gregorio indica que es por lo anterior, que en el escenario más probable se debiera observar una caída de la inflación algo más rápida que la prevista en el último *IPoM*, pues contrario a lo supuesto en dicho ejercicio, el mundo sí contribuirá a la reducción de la inflación, por su impacto directo en el precios de los *commodities*, así como por la probable ampliación de la brecha de capacidad causada por la severa caída de demanda externa. Indica que estos desarrollos tienen implicancias sobre la trayectoria de la política monetaria, necesaria para alinear la inflación con nuestra meta.

El señor Presidente señala que ciertamente, la política monetaria debe ser menos restrictiva que la prevista en nuestro último *IPoM*, pues el ajuste está ocurriendo sin necesidad de subir la Tasa. Agrega que de hecho, las últimas proyecciones indican que la desaceleración de la demanda y de la actividad interna serán superiores a las previstas en septiembre. Con todo, la inflación sigue elevada y por ello hay que mantener un monitoreo cuidadoso de su propagación. Asimismo, comenta que la economía no tendrá un mejor desempeño si se descuida la convergencia de la inflación a la meta. Señala que es por ello, que aunque las señales de actividad y las externas pudieran sugerir la necesidad de bajar la tasa de interés, le parece mucho más apropiado, en esta oportunidad, mantener la Tasa de Política Monetaria a la espera de noticias que aseguren, con algo más de certeza, la caída de la inflación. Más aún, aunque le parece descartable subir la Tasa de Política en esta Reunión, tampoco estima prudente anunciar algún tipo de sesgo en el Comunicado, pues aún es necesario confirmar el escenario más débil de actividad que se ha discutido hoy y sus consecuencias inflacionarias. El señor Presidente indica que no le parece que con la información disponible se pueda asegurar que en el corto plazo se reducirá la Tasa de Política Monetaria, aún cuando lo considera como lo más probable dado los niveles de incertidumbre sobre la dinámica de la economía, en particular la inflacionaria, que son tan elevados que es prudente mantener cautela en el Comunicado.

Por las razones expuestas, el Presidente señor José De Gregorio señala que vota por mantener la Tasa de Política Monetaria en 8,25%.

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

130-01-081113 – 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 8,25% anual.

Comunicado

"En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 8,25% anual.

Esta decisión es congruente con una actualización del escenario base del último *IPoM* que realizó el Consejo, debido al drástico cambio observado en el escenario global y su impacto sobre la inflación proyectada. Esta actualización se hará pública mañana a las 16:30 horas.

En el ámbito externo, las medidas adoptadas por diversos bancos centrales y autoridades gubernamentales han logrado evitar escenarios más extremos, aunque el acceso al crédito y los precios de los activos siguen reflejando altas tensiones. Los mercados anticipan una desaceleración significativa de la economía global y los precios de los productos básicos, en particular los del cobre y del petróleo, han caído de manera importante.

En el plano interno, la información disponible de actividad para el segundo semestre es coherente con una expansión anual mayor que en la primera mitad del 2008, pero en una trayectoria de desaceleración. Aunque la demanda interna continúa creciendo a tasas interanuales elevadas, se aprecia un menor dinamismo en algunos componentes del consumo durable. El desempleo se ha mantenido estable y persisten condiciones crediticias estrechas.

En octubre la inflación mensual fue alta y las distintas medidas de inflación subyacente siguen elevadas. Por su parte, la dinámica salarial continúa ajustada a patrones históricos y las expectativas de inflación de mediano plazo se han reducido.

El Consejo reafirma su compromiso de conducir la política monetaria de manera de reducir la elevada inflación actual hacia 3% en el horizonte de política."

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 18:15 horas.

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Vicepresidente

JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Presidente

ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero

MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero

SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero

ANDRÉS VELASCO BRAÑES
Ministro de Hacienda

JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR
Ministro de Fe (S)

24

BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA Nº 132
celebrada el 11 de diciembre de 2008

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

Ministro de Hacienda, don Andrés Velasco Brañes.

Asisten también:

Gerente General, don Alejandro Zurbuchen Silva;
Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Ángel Nacrur Gazali;
Gerente de División Estudios, don Pablo Garcia Silva;
Gerente de División Operaciones Financieras, don Beltrán De Ramón Acevedo;
Gerente de División Política Financiera, don Kevin Cowan Logan;
Gerente de División Estadísticas, don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Claudio Soto Gamboa;
Gerente de Mercados Financieros Nacionales, don Matías Bernier Bórquez;
Gerente de Estabilidad Financiera, don Rodrigo Cifuentes Santander;
Gerente Asesor de Comunicaciones, don Luis Alberto Álvarez Vallejos;
Asesor del Ministerio de Hacienda, don Luis Felipe Céspedes Cifuentes;
Economista Senior, don Enrique Orellana Cifuentes;
Economista Senior, doña Erika Arraño González;
Economista, doña Mariana García Schmidt; y
Secretario General, don Jorge Court Larenas.

El Presidente señor José De Gregorio señala que el formato para esta Reunión de Política Monetaria será similar a la de la Reunión anterior y, por consiguiente, en primer término se efectuará la presentación, con algunas preguntas aclaratorias, para después tener una discusión más general de la coyuntura.

Por otra parte, agrega el señor Presidente, que para dar cumplimiento al Reglamento del Consejo corresponde fijar la fecha de la próxima Reunión de Política Monetaria, la que se realizará el día martes 16 de junio de 2009.

El Presidente señor José De Gregorio ofrece la palabra al Gerente de Análisis Internacional don Sergio Lehmann Beresi, para que inicie la exposición de la parte internacional.

El Gerente de Análisis Internacional comienza su exposición, señalando que los indicadores de actividad en economías desarrolladas resultan aún más débiles de lo esperado, consolidándose un panorama de inflación global. Agrega, que los Bancos Centrales de Estados Unidos de América y de Europa, responden con agresivos recortes de tasas de interés, si bien los mercados interbancarios de economías desarrolladas han tendido a normalizarse, aún se muestran tensionados. Asimismo, se advierte que la incertidumbre y aversión al riesgo se mantienen elevados y que finalmente, los precios de los *commodities* retroceden de manera significativa.

Señala, que con respecto a los mercados interbancarios se observa que el *OIS* ha tendido a caer, sin embargo se mantienen en niveles excepcionalmente altos. Por otra

parte los mercados si bien en el margen han tendido a caer si uno compara con la última Reunión de Política Monetaria, de todos modos se mantienen en niveles elevados en torno a 60%. Indica el señor Lehmann que en cuanto a las percepciones de riesgo de la banca, estas han tenido cierta volatilidad, particularmente en Estados Unidos de América, luego de la caída de Lehmann & Brothers y vuelven a aumentar en lo más reciente, producto de las confianzas y preocupaciones respecto a Citigroup, tras la intervención y apoyo del gobierno de Estados Unidos de América, se observa una nueva caída, pero igualmente como ha sucedido con los spreads, se mantienen en niveles particularmente elevados, e igualmente ocurre en el caso de los Bancos de Europa y Reino Unido.

Comenta el señor Lehmann que respecto a las condiciones crediticias, las cifras al tercer trimestre se han tendido a ajustar, según la encuesta que se realiza de manera muy análoga en la Zona Euro, Estados Unidos de América, Reino Unido y Japón. Asimismo reitera que las condiciones crediticias han tendido a comprimirse muy fuertemente, particularmente en el caso de Estados Unidos de América y los *spreads* de bonos corporativos también están mostrando tasas particularmente elevadas, esto es, en torno a 350 a 400 puntos base. Continúa su exposición el señor Lehmann señalando que se aprecia en los gráficos una serie larga, que de alguna manera permite dar cierta perspectiva a esa cifra desde el año 1920 hasta la fecha. Agrega a su comentario, que el *spread* corporativo solamente es inferior a la cifra que se alcanzó tras la crisis de los años 30.

Por otra parte, menciona, que la recesión ha llegado a las economías desarrolladas, y que la cifra para el tercer trimestre para Estados Unidos de América, considerando las descomposiciones de los distintos componentes de la demanda, muestran una importante contracción en el consumo privado, lo cual originó un crecimiento negativo al tercer trimestre de este año. Asimismo, la trayectoria para la variación trimestre a trimestre anualizada, proyectada por el promedio de los bancos de inversión. Señala también que en este trimestre en particular, la caída del PIB sería en torno a 5% y los siguientes trimestres también se presentan negativos y recién a mediados del año 2009 se empiezan a observar algunas cifras positivas.

Hace presente el expositor que en el caso de la Zona Euro se aprecia algo similar, en el sentido que ya se obtienen también cifras negativas en el tercer trimestre, y que se observa un cuarto trimestre aún más pesimista y que solo hacia mediados del año 2009 se empezarían a mostrar algunas cifras positivas. Agrega, que se ha incluido también Japón que desde hace algún tiempo muestra cifras negativas, y solamente se observaría alguna recuperación hacia mediados del año 2009.

Comenta el señor Lehmann que hoy también se conoció un dato respecto a desempleo que mostró un alza importante, lo cual revela una fuerte debilidad que está impactando el consumo.

Por otro lado menciona que las economías desarrolladas han respondido con recortes de la Tasa de Política Monetaria y a este respecto se observan la trayectorias que han tenido las tasas en el Reino Unido, Estados Unidos de América, Zona Euro y Japón, y cuáles son las perspectivas que se aprecian hacia delante que incluyen trayectorias más bajas de lo que se preveía hace un mes atrás, particularmente en el caso del Reino Unido y en algún grado también en Estados Unidos de América lo mismo que en el caso de Europa. Indica que lo anterior no ha sido una situación exclusiva de estas tres principales economías, sino que también, se han observado recortes importantes en Suecia.

Agrega, que el Reino Unido presentaba un record en cuanto a recortes de tasas acumulados; en Suiza la tasa queda en 0,5%, y en el día de hoy también otras economías recortaron tasas, por ejemplo Corea lo hizo en alrededor de 100 puntos base, Sudáfrica 50 puntos base y Taiwán 75 puntos base y señala que si se incluyeran otros países puede

indicarse que claramente existe una tendencia, en que las únicas excepciones son Rusia y Hungría, por razones distintas de actividad, explicado básicamente por las dificultades financieras que se están enfrentando, en particular en el caso de Hungría. Sin embargo, se espera que gran parte de los aumentos que se han efectuado se reviertan rápidamente durante el primer trimestre del próximo año.

Menciona que en este escenario de recesión, instrumentos seguros llevan a las tasas largas en dólares, a mínimos históricos. Al respecto comenta que observando la trayectoria de las tasas de interés a diez años ésta está en torno a 2,7% y resultando la más baja que se registra desde la serie del año 60 y algo parecido está sucediendo con la tasa a dos años y tal como se ha recogido en alguna prensa, las tasas a tres meses del Bono del Tesoro incluso se encuentran circunstancialmente con niveles negativos, pero muy cercanos a cero.

El Consejero señor Sebastián Claro hace presente que entiende que una situación similar se presenta en algunos países de Europa. El Gerente de Análisis Internacional comenta que efectivamente la situación planteada se aprecia en algunos países, particularmente, en el caso de los bonos alemanes que también han sufrido caídas muy importantes.

Sobre la misma materia el Presidente señor José De Gregorio hace presente que las tasas en general, de todos los bonos han estado cayendo y que en caso de Estados Unidos de América ella ha sido más importante. El Consejero señor Manuel Marfán señala que esta situación se refiere particularmente a los bonos soberanos.

El señor Presidente agrega a este último comentario que la tasa de los bonos de gobiernos también han disminuido en todo el mundo pero que en Estados Unidos de América ha sido aún más relevante, mayor de 100 puntos base, en cambio en otras economías son del orden de 50 y 20 puntos base.

El Gerente de Análisis Internacional, señor Lehmann señala que lo que se presenta en esta ocasión es el mínimo histórico de lo que se registra hoy. Agrega, que las perspectivas de crecimiento mundial vuelven a reducirse y solamente quiere dar cuenta que se presenta una revisión generalizada de la economía. Con respecto a lo anterior quiere mencionar que en el caso particular de China, considerando las cifras sobre exportaciones netas le parece probable que ésta pueda tener una variación adicional hacia la baja y que la debilidad en Asia es mayor de lo que se había anticipado y también hoy la proyección del crecimiento para Estados Unidos de América podría ser más elevada que lo que se observa.

En lo que dice relación a los flujos de capitales de economías emergentes, se aprecia en lo más reciente que las salidas de capitales han continuado, excluyendo la situación de Asia, incluyendo Japón; Latinoamérica y los datos acumulados para economías emergentes que están presentando salidas de capitales relativamente importantes.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux consulta si en el caso de los países emergentes en América Latina, esta situación se refiere especialmente a Brasil. El señor Lehmann responde que efectivamente se refieren a dicho país, ya que aproximadamente desde junio de este año ha presentado una salida importante de capitales, que se ve acentuada precisamente en septiembre.

Con respecto a los premios por riesgo, en economías emergentes, reitera que éstos se han mantenido elevados, lo que es coherente con la referida salida de capitales. Comenta también, que en el caso de los bonos corporativos, Chile de todos modos se mantiene a un nivel muy por debajo de lo que se ha registrado en términos de alza en otras economías emergentes. Por su parte, señala que los bonos soberanos han mostrado cierta volatilidad en el último período en Chile, en particular se ha producido un descenso, pero aún se mantiene en

niveles elevados, al respecto el EMBI Chile, descontando Codelco se encuentra en torno a 200 puntos base y no se han producido colocaciones de bonos.

El Presidente señor José De Gregorio consulta acerca de si hay algún dato del volumen de transacciones de estos bonos, porque lo que sucede que si el mercado no transa algo en el margen, aquél que compra lo está haciendo a un precio bajo debido a que no se efectúan dichas operaciones porque hay un problema de liquidez de muy corto plazo, pero el precio no refleja lo que efectivamente sucedería si se efectuaran transacciones masivas. Finalmente el señor Presidente consulta si existe alguna información adicional que se pueda entregar. El Gerente de Análisis Internacional, señor Sergio Lehmann hace presente que se revisará la información para proporcionar otros antecedentes al respecto, pero que le parece que es importante, porque particularmente en el caso del bono chileno prácticamente no hay transacciones, y agrega que habría que analizar lo que sucede con los bonos de otros países, como por ejemplo de Brasil.

El Presidente señor José De Gregorio consulta si los datos entregados se calculan sobre transacciones efectivas o si lo que sucede corresponden a las puntas. El Gerente señor Lehmann señala que se refiere a las puntas de esas operaciones pero puede que no exista transacción. Al respecto, el Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan comenta que en el viaje que realizó con el Gerente de División Operaciones Financieras don Beltrán De Ramón a Estados Unidos de América, se consultó sobre la realidad de lo que ocurre en Chile y se concluyó que sería del orden de 5 millones de dólares sobre lo habitual, pero hoy puede estar en niveles algo más bajos, pero esa sería la cifra que corresponde al volumen diario de transacciones de esos bonos. Agrega, que esa cifra para tener un orden de magnitud debe compararse con los 100 millones de dólares de México y de Brasil. Por lo tanto, existe una brecha bastante grande en liquidez respecto a otras economías emergentes, en particular latinoamericanas.

Sobre la misma materia, el Consejero señor Manuel Marfán señala que en su opinión esta situación depende de la manera en que se mida, porque entiende que el monto emitido por Brasil y México es más de veinte veces, y por lo tanto el porcentaje del *stock* es de dicho nivel. Pero agrega que igualmente desde el punto de vista de las órdenes de magnitud sería incumplido, y en consecuencia debiera ser castigado por el mercado, que está apreciando el valor de la liquidez.

El señor Kevin Cowan en relación a este comentario, señala que efectivamente es así lo que resulta muy consistente con los plazos residuales de los bonos soberanos chilenos, que no guardan ninguna relación con los bonos de otras economías que sí tienen plazos de diez años y de hasta veinte años, mientras en cambio los bonos de Chile, los de más largo plazo, entiende que vencen en cuatro años más. Por consiguiente, corresponden a bonos que les queda poco tiempo de duración y en consecuencia tienen escasa aceptación para algún inversionista que quiera tomar activamente una posición en Chile.

Continuando con su exposición el Gerente señor Lehmann se refiere a que en materia de paridades, el dólar vuelve a apreciarse frente a la mayoría de las monedas, sin embargo de manera bastante más moderada que en otras oportunidades. Agrega, que la excepción en este sentido claramente la constituye el yen japonés, que ha mantenido una tendencia hacia la apreciación respecto del dólar.

Por su parte, señala el señor Gerente de Análisis Internacional que en cuanto a *commodities* se observa una caída generalizada de éstos, en indicadores agregados. Por ejemplo para energía se tiene una caída de casi 25%, metales 5%, granos en torno a 10% y destaca, particularmente, la caída de la gasolina en torno a 33% y en el caso del cobre 14%. Asimismo, menciona que la caída más pronunciada es la que se presenta en combustibles y metales. Si se aprecia cuál ha sido la trayectoria del precio en dólares y el corregido a contar

de junio, para la apreciación del dólar, si se descuenta ese efecto, la caída ha sido algo menor pero básicamente corresponde a la misma trayectoria. Aclara, que se ha destacado solamente la situación en dólar hacia la apreciación en junio porque corresponde al momento en que parte una tendencia más importante del dólar. En consecuencia, este análisis se ha efectuado simplemente para descontar el efecto contable derivado de la presión del dólar que podría estar influyendo en la caída de los precios de los *commodities*. Indica, que en el caso del cobre se observa algo parecido, en que se ha mantenido una posición corta, apostando probablemente a una corrección adicional del precio de éste, mientras que en el caso del petróleo, se aprecia en el margen algunas tomas de posiciones por parte de especuladores o agentes no comerciales que podrían estar interesados en evitar la caída que ha mostrado el precio del petróleo y el aumento que se ha producido en los últimos dos días en torno al 10%.

El Presidente señor José De Gregorio señala que tiene una duda respecto a que el precio WTI se muestra en dólares, y después se deflacta por un tipo de cambio multilateral. Por lo tanto, consulta si no se debiera medir el precio del petróleo en una moneda promedio. El Gerente de División Estudios señor Pablo García comenta que ello resulta equivalente usando los ponderadores para acumular el promedio que son los del comercio de Estados Unidos de América.

El Consejero señor Sebastián Claro sobre este mismo aspecto, consulta acerca de lo que se quiere rescatar con el WTI multilateral, porque si se quisiera ver un precio interno, de alguna manera podría hacerse en pesos, mientras que si lo que se desea obtener son las presiones globales de demanda que podrían estar afectando esa evolución, cuál sería exactamente lo que el multilateral podría efectivamente captar.

El Consejero señor Manuel Marfán, señala que, en su opinión, lo que sucede en otras coyunturas es que no han habido cambios tan drásticos del precio en dólares y una parte sustantiva ha estado explicada por los vaivenes de las monedas y en esta oportunidad dichos vaivenes, aún cuando han sido significativos, no explican lo que está sucediendo con el precio del petróleo.

El Presidente señor José De Gregorio, señala que tiene la impresión que si el dólar se depreciara contra todas la monedas y vuelve hacia un sexto con el euro, el petróleo sube bastante. Agrega que lo que se debiera hacer y que alguna vez él efectúo, es cuánto de esta caída puede explicarse por efecto de variación de paridades, si se señala que el dólar está muy fortalecido, ello tiene implicancias en lo que sucederá con el precio de los *commodities*, porque con esas paridades del petróleo podría estimarse si debiera bajar a 30 ó 20 dólares. Sin embargo, si el dólar se empieza a debilitar, se daría vuelta el precio del petróleo. Señala que ahora se compensa con el tipo de cambio y su efecto inflacionario puede ser neutro.

El Gerente de Análisis Internacional, señor Sergio Lehmann sobre el mismo tema, comenta que se trata solamente de un efecto contable, si se incorporarán efectos sobre la demanda derivados de los cambios de paridades se verían estas diferencias más pronunciadas. Agrega, que respecto a otros *commodities*, básicamente han tenido la misma trayectoria, con caídas importantes y destaca que hoy día todos los precios de bienes agrícolas se encuentran en niveles similares a los que se encontraban a inicios del año 2006, con anterioridad a lo sucedido con los precios agrícolas. Señala, que en la gráfica que se muestra se ha incorporado el precio de la celulosa que ha estado también muy en línea con lo que ocurrió con los otros *commodities*, después de alcanzar un *peak* aproximadamente a mediados del año y que luego se produce una caída muy importante. Agrega, que igualmente sucede con la harina de pescado.

El Presidente señor José De Gregorio señala que le parece muy relevante la situación del trigo, que se encuentra igual que a principios de 2006, y que de un índice de 200

bajó a 110. El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux señala que medido en pesos el precio del trigo no está igual que el año 2006.

El Presidente señor José De Gregorio en relación al comentario del señor Vicepresidente, señala que sería conveniente que estos precios de *commodities* en pesos, sobre todo los que afectan en forma más importante para determinar cómo están influyendo en la inflación doméstica, no el precio interno.

El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan señala, solo para efectos de aclaración, que en el caso del cobre no es un buen indicador llevarlo a pesos porque el Fisco ahorra esos recursos.

A continuación, el Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann, continuando con su exposición señala que se ha incorporado en el gráfico conjuntamente con los indicadores de energía el costo del transporte marítimo que es el BDI, que ha mostrado una caída muy significativa y que está en niveles mínimos al menos respecto del año 2000. Agrega, que existe cierta discusión si esto adelanta o no la *Baltic Dray Index*, pero lo que le parece claro es que está en línea con la caída de los precios de los *commodities* de la actividad mundial.

El Presidente señor José De Gregorio, comenta que le parece conveniente aclarar que el *Baltic Dray Index* constituye un índice promedio de costos de fletes marítimos y que ellos cotizan diariamente distintos fletes, los ponderan y construyen el indicador que es uno de los dos o tres índices más importantes sobre la materia.

El señor Sergio Lehmann señala que en términos de inflación ha habido retrocesos importantes de ésta en las economías desarrolladas. Menciona que en Estados Unidos de América y en la Zona Euro, inflaciones *headline* e inflaciones *core* están cayendo, indica que lo mismo está sucediendo en Japón y el Reino Unido. Agrega, que esta situación sin embargo no se observa, por ahora, de manera importante en las economías emergentes. Por ejemplo tratándose de Brasil se ha mantenido elevada; en el caso de México está aumentando en el margen y señala que la excepción la constituye China. De hecho menciona que hoy se conoció el dato sobre la inflación de ese país para el mes de noviembre, y éste fue de 2,4% es decir, si se tuviera que incorporar el último dato para China se observaría una caída bastante importante, porque China constituye una excepción por el control de precios que tiene, por lo cual no es un país muy decidor en esta materia.

En el caso de las economías latinoamericanas, señala que se aprecia en particular alguna resistencia al descenso de la inflación y agrega que de hecho esa situación fue uno de los elementos que hoy día, el Banco Central de Brasil tomó en consideración para efectos de mantener su Tasa de Política Monetaria.

El Presidente señor José De Gregorio agradece la exposición del señor Sergio Lehmann respecto al escenario internacional y ofrece la palabra para consultas o comentarios.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que quiere efectuar algunas preguntas complementarias. La primera de ellas, es que le llama la atención la situación de Japón, porque existe una historia que se ha discutido en innumerables ocasiones para explicar de alguna manera la desaceleración europea y americana, pero en el caso de Japón también se observa una caída muy importante y salvo que también exista un tema con bancos y que se haya producido un *credit crunch* con causas similares a las norteamericanas o a las europeas, dicha desaceleración nos podría entregar información bastante importante respecto de otros mecanismos que serían los que estarían afectando a otros países. Señala, que se refiere especialmente a temas de comercio y al efecto que puede estar teniendo la apreciación del Yen versus las monedas de otros países. Agrega, que le gustaría que se informara si hay alguna idea respecto de esa fuerte desaceleración japonesa, porque en principio la ve como una

situación bastante distinta a lo que ha sucedido con Estados Unidos de América y Europa. Comenta también, el Consejero señor Claro que si efectivamente los destinos de exportación han tenido una contracción importante y eso está afectando fuertemente la actividad, ello eventualmente podría empezar a replicarse en otros países. El segundo aspecto que quiere destacar el Consejero señor Claro, es que cuando se observan estas caídas pronunciadas en la Tasa de Política Monetaria en muchos países, del orden de 100 ó 200 puntos base, 150 ó 75 puntos base o lo que corresponda, existe alguna relación entre el tamaño de estas caídas y lo agresivo que han sido estos países en el manejo de la política monetaria con algún grado de desviación de la inflación, respecto de lo que se considera la meta, en el sentido que existen países que han tenido movimientos muy agresivos, pero que se encontraban con inflaciones relativamente cercanas a lo que podrían ser niveles razonables. Agrega, que la experiencia más cercana la constituye México y Brasil, que también tienen inflaciones algo desviadas, pero, esos países no han bajado, y en general, algunos de ellos han sufrido una fuerte caída en las tasas de interés. Al respecto, se pregunta si esta situación corresponde a países que han estado alejados de la meta o si se observa alguna relación en ese sentido.

El Presidente señor José De Gregorio comenta que lo más gráfico para responder esa interrogante es un artículo publicado en el último *The Economist* que señala que los países con gasto excesivo, como Estados Unidos de América, hoy tienen que pagar la cuenta, y dichos países al final dejan de gastar y tienen recesión, y así funciona el sistema y se produce como efecto el *credit crunch*. No obstante, los países austeros como Alemania y Japón que tienen superávit en la cuenta corriente, terminan pagando, y por qué pagan, porque para tener superávit vendían a los países con gasto elevado y que al dejar de gastar, los países austeros entran en recesión, no obstante, ser los países que pueden hacer política contractiva y tienen una discusión de "*policy*". Señala que todos los países con superávit y con elevadas exportaciones como Japón, Alemania, China, Chile en cierta medida, les afecta la caída de la demanda. Menciona que esa situación tiene que ver con un problema que puede ser importante y que está relacionado con la salida de capitales de los países emergentes, que son los países que debieran tener déficit en cuenta corriente para poder sostener lo que viene, un poco más de demanda interna y menos ahorro.

Con relación al punto de baja de tasas, indica el señor Presidente que sería bueno que se pudiera analizar en estos mismos países, cómo es la desviación del crecimiento respecto a lo que esperaban hace seis meses atrás, y menciona que la desviación de la inflación no es muy distinta. Señala que en el mes de septiembre el Gobernador del Banco de Inglaterra, Mervin King, dijo "en diciembre podemos estar en cinco", sin embargo, ya en el mes de septiembre se encontraban con una inflación de 5,2% y su argumento señala que la recesión es tan grande que la deflación que viene les permitirá bajar considerablemente la tasa. El señor Presidente indica que a título de hipótesis, estima que lo que pasa en Brasil y México es que dichos países están más afectados por la depreciación del tipo de cambio y éste se encuentra más depreciado en parte importante porque contuvieron la inflación, lo que explicaría que esos países están más afectados por ese tema, por lo tanto, el riesgo de ellos es de una desviación mucho más compleja y por eso están además interviniendo el mercado cambiario.

El Consejero señor Manuel Marfán menciona que como se está cerca de un futuro *IPoM*, hay algunas cosas que estima que son interesantes de seguir y monitorear. Primero, tiene la impresión que es relevante saber qué es lo que pasa con China e India más que con Japón y otros países. Indica que muchos análisis respecto de qué tan desacopladas pudieran estar eventualmente esas economías y las últimas cifras muestran que, al parecer, se encuentran más acopladas de lo que cualquiera pudiera pensar. Comenta que cuando las exportaciones chinas están cayendo a tasa de crecimiento negativo en doce meses y las importaciones también, nunca se sabe cuánto puede ser efecto precio o efecto cantidades, pero tiene la impresión que vale la pena hacer un seguimiento no demasiado sofisticado sino que en cifras gruesas respecto del impulso interno y externo. En segundo lugar, comenta el señor Consejero que considera relevante poder separar las economías que están retornando su

política monetaria hacia una instancia neutral después de haber tenido políticas contractivas o desinflacionarias, de aquellas que están llevando a cabo políticas monetarias que son claramente expansivas. Señala el señor Consejero que las tasas de interés en este momento en Estados Unidos de América y Europa, están claramente por debajo de sus tasas de interés neutral y por lo tanto, lo que están haciendo es que están presionando el crecimiento. No sabe si es eso realmente lo que están haciendo otros países o están llevando su tasa de interés a una más neutral, porque claramente lo que debiera ser la gran diferencia, como decía el Presidente, son los países que tienen capacidad de hacer políticas contracíclicas de los que no tienen dicha capacidad. El indicador que está solicitando no daría todas las respuestas porque hay países que pudiendo tener esa capacidad no la necesitan o no la están aplicando, pero de todas maneras le parece que son elementos importantes. Por último, menciona el señor Marfán, que el *spread* de la tasa *on-shore* respecto de la *Libor* en México hoy es de 600 puntos base, o sea, claramente a su juicio, podría leerse de cualquier forma, pero cuando hay 600 puntos base de discrepancia claramente lo que hay allí es un problema de escasez de dólares, por lo tanto, las presiones sobre el tipo de cambio y la política monetaria son muy fuertes y esta situación todavía no es el caso de Brasil, pero sí claramente el de México, como un indicador de *spread* más que de problemas de liquidez o que pudiera estar reflejando más bien fuga de capitales, sin que eso todavía se manifieste en los *spreads* soberanos vigentes porque son indicadores que tienen una interpretación que es diferente.

Respecto de una de las consultas efectuadas por el Consejero Sebastián Claro, sobre si el sistema financiero japonés tendría también dificultades, el Vicepresidente señor Jorge Desormeaux menciona que en los indicadores que se observan en la lámina "condiciones crediticias del sector privado", se aprecia que Japón está claramente en otra categoría y la sensación que hay es que después de la década que costó limpiar el sistema financiero japonés, éste llegó bien posicionado a esta crisis, a raíz justamente de este largo proceso de limpieza de cartera, fusiones de bancos, capitalizaciones, y otros, de manera que Japón está en una situación muy favorable respecto de Europa en lo que se refiere al sistema financiero y eso se reconoce en todos los indicadores que se tienen. Menciona el señor Vicepresidente, que a pesar de todo ello, cuando se miran las proyecciones presentadas por el Gerente de Análisis Internacional, llama la atención la caída prevista para el año 2009 y la recuperación prevista para el año 2010. En el caso de los Estados Unidos de América comenta que es mayor la recuperación en 2010 en Estados Unidos de América y es menor la caída en ese país en 2009 de lo que va a ser en la Zona Euro y en Japón, y menciona que eso tiene que ver con lo señalado por el Consejero Manuel Marfán en cuanto a que las reacciones de políticas son distintas, mucho más agresivas en Estados Unidos de América, casi a regañadientes en Europa, y en Japón de poca capacidad, porque en parte es un país que tiene una deuda pública muy alta, no tiene mucho espacio por el lado de las tasas de interés.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que en lo relativo al precio de la gasolina, en el cuadro que se ha presentado se muestra que ésta ha caído mucho más que el petróleo y trae a colación el comentario que le hicieron algunos ingenieros de la ENAP durante una presentación que hizo recientemente, en el sentido que en las proyecciones del Banco Central de Chile la relación precio del petróleo frente al precio de la gasolina estaba recogiendo bien el desarrollo que está teniendo lugar en el sentido que el mercado de la gasolina está hoy mucho más deprimido que el mercado del petróleo, y lo menciona simplemente para que lo incorporen, o consideren, porque las cifras que se muestran están dando cuenta de ello y esa mayor depresión en el mercado de la gasolina tiene que ver con la recesión en Estados Unidos de América, porque estos dos productos no se mueven exactamente en forma proporcional, sino que responden a las distintas demandas que hay por diesel y por gasolina. El segundo comentario para entender mejor lo que está pasando en México y Brasil, podría ser de interés que se informara respecto de lo que está ocurriendo con las remuneraciones de esos países. Recuerda el señor Consejero haber leído un artículo donde se observa que en algunos países de América Latina la variación de las remuneraciones excedía con creces la variación de la inflación, cuestión que no ocurre en Chile. Indica que Chile está exactamente en la posición

inversa, por lo que cree que podría ayudar para dar cuenta del atraso en el reconocimiento de las variaciones de precios y una inflación subyacente por el lado de los salarios bastante más alta. Estima que puede llevar a ilustrar especialmente en el contexto actual donde hay movimientos en las políticas monetarias de los distintos países. Sobre dicha observación el Presidente señor José De Gregorio menciona que se trata de un tema de preocupación en los distintos países.

El señor Presidente ofrece la palabra al Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto para que presente el análisis interno.

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

El Gerente de Análisis Macroeconómico señala que internamente, tras los aumentos de *spreads* de octubre y las acciones de provisión de liquidez que ha mantenido el Banco, el mercado monetario a plazos cortos ha seguido operando con mayor normalidad. Por un lado, los *spreads* de corto plazo se han reducido y las tasas de captación en el mercado secundario se han acercado a la Tasa de Política Monetaria, mientras que los *spreads* entre la tasa libo y las tasas de interés local en dólares (*spreads on-shore*) también han disminuido. Al respecto, destaca que no toda la liquidez en dólares que el Banco Central está ofreciendo mediante operaciones *swap* ha sido demandada, lo que da una señal de que no existirían conflictos evidentes para acceder a estos recursos en el exterior. En todo caso, los *spreads* monetarios, tanto para operaciones en pesos como en dólares, a plazos más largos (180 días y más) no han disminuido de igual forma como los *spreads* de plazos más cortos.

Comenta el señor Claudio Soto que la trayectoria de las tasas de los instrumentos del Banco Central en pesos, a diferencia de sus símiles de economías latinoamericanas, han seguido disminuyendo en el mes, afectadas por el deterioro previsto de la actividad y las menores expectativas de inflación. Así, las tasas de interés de los bonos denominados en pesos se han reducido entre 20 y 50 puntos base, dependiendo del plazo, mientras las tasas de los bonos denominados en UF de mediano plazo lo hicieron entre 10 y 30 puntos base. Por el contrario, aquéllos a dos años plazo aumentaron algo más de 40 puntos base en línea con la menor inflación.

Indica el señor Claudio Soto que pese a todo lo anterior, las condiciones crediticias siguen estrechas. Así, aun cuando los *spreads* monetarios se han reducido desde los máximos de comienzos de octubre y la Tasa de Política Monetaria se ha mantenido en 8,25% desde septiembre, las tasas que los bancos aplican a sus operaciones con el público permanecen elevadas. Las tasas de colocación en pesos de 30 a 89 días mantienen un diferencial respecto de la Tasa de Política Monetaria que oscila entre 800 y 1.000 puntos base desde octubre, valores que son altos si se les contrasta con el promedio de 440 de los primeros nueve meses del año. Las tasas de interés promedio de los créditos de consumo a personas siguieron aumentando, pasando de 36,2% en octubre a 36,5% en noviembre, mientras que las de los créditos comerciales han subido cerca de 80 puntos base si se comparan las tasas de los primeros días de diciembre con el promedio del mes pasado, ubicándose en 16,5%. Este aumento en las tasas, en conjunto con información casuística, confirman las mayores exigencias en el otorgamiento de créditos. En todo caso, aunque los volúmenes de operaciones de créditos de consumo siguen desacelerándose, las colocaciones comerciales, en términos nominales, continúan creciendo a tasas similares a las de los últimos meses.

Agrega el señor Gerente Análisis Macroeconómico que en octubre el Imacec aumentó 2,7% —por debajo de las proyecciones de mercado—, con un marcado menor crecimiento del comercio, principalmente en su componente mayorista y automotriz, lo que

coincide con cifras de comercio exterior que muestran una disminución en las internaciones de automóviles. Los indicadores parciales de consumo habitual y durable confirman un menor dinamismo en los datos coyunturales. Los indicadores de expectativas de noviembre revelan un mayor pesimismo. En el caso de los consumidores, en noviembre el IPEC llegó a 33,5, algo menos que el mes anterior, destacando nítidamente la disminución de la percepción personal actual. Pese a no formar parte del Índice, también destacan el deterioro en la percepción respecto de la situación económica de las empresas y del desempleo, que caen cerca de 14 puntos en los últimos dos meses. A su vez, las expectativas de empresarios que se extraen del IMCE, alcanzaron su nivel mínimo histórico (el Índice se publica desde el 2003), llegando a 39,2. Excepto minería, todos los sectores tienen expectativas muy pesimistas.

Señala el señor Claudio Soto, que la actividad industrial, aunque con un bajo dinamismo desde hace varios meses, presentó en octubre un cambio de composición destacable, con un peor desempeño de los componentes transable e inversión, en particular de ítemes ligados a la construcción. Respecto de este último sector, indicadores de despacho de cemento y materiales de construcción presentan signos de deterioro, lo que es coherente con información casuística recolectada en regiones. Por su parte, la formación bruta de capital fijo, en parte por los altos niveles ya alcanzados, continúa creciendo a tasas anuales elevadas. Sin embargo, en el último par de meses las importaciones de bienes de capital se han desacelerado significativamente en los últimos dos meses.

El Gerente de Análisis Macroeconómico expone que las cifras del mercado laboral, continúan con un panorama sin grandes novedades. El empleo sigue creciendo a tasas anuales del orden de 4%, con aumentos tanto en su componente asalariado (por sobre 5% anual) como por cuenta propia. La participación laboral se mantiene en niveles altos y el desempleo, descontando estacionalidad, permanece en valores algo mayores a 7% en el último registro de octubre.

El señor Claudio Soto, agrega que en lo que dice relación con la inflación, en noviembre la variación mensual del IPC fue -0,1%, mientras que el IPCX e IPCX1 aumentaron 0,6% cada uno. La inflación mensual del IPC, que no registraba cifras negativas desde comienzos del 2007, estuvo determinada por la importante caída en el precio de los combustibles, que debería prolongar su efecto en la inflación de diciembre. La baja inflación mensual estuvo en línea con lo que se adelantó en la Actualización de Proyecciones de noviembre, pero por sobre lo que esperaba la generalidad del mercado. La variación mensual de las inflaciones subyacentes siguen altas, en línea con el juicio de mayor propagación que se hizo para el *IPoM* de septiembre. Así, aunque en términos anuales la variación anual del IPC se redujo a 8,9%, la de las medidas subyacentes siguió aumentando, la del IPCX alcanzó a 9,5% y la del IPCX1 a 8,7%. Del mismo modo, la medida del IPC que excluye alimentos y energía acumuló un incremento anual de 6,9% (6,4% el mes previo), a la vez que la del IPCX1 que excluye alimentos anotó una variación en doce meses de 6,2% (5,9% en octubre).

Indica el señor Gerente Análisis Macroeconómico que por el lado de los costos, las diferentes medidas de salarios aumentaron marginalmente en octubre, pero siguen creciendo a tasas inferiores a las de la inflación. El peso, en tanto, sigue depreciándose respecto del dólar. Señala que al cierre de la minuta que se presenta, las transacciones se están efectuando con una paridad en torno a $670 por dólar: 5,4% si se comparan los días previos a la Reunión de noviembre con el cierre de esta minuta, en línea con el movimiento del dólar en los mercados internacionales. Así, la depreciación del peso responde, en parte, a los movimientos del dólar en los mercados internacionales. Mientras la depreciación bilateral alcanzó 5,4% entre el cierre de la Reunión de noviembre y esta minuta, la variación del TCM fue de 3,4% y de 2,2% la del TCM-X. Se estima que el nivel del tipo de cambio real (TCR) siguió aumentando en noviembre, ubicándose en 109,1 (en su medida 1986=100). Estas cifras

continúan por sobre el rango de valores que se estiman coherentes con los fundamentales de largo plazo.

El señor Gerente de Análisis Macroeconómico hace presente que en el corto plazo el panorama inflacionario apunta a variaciones mensuales reducidas de la inflación IPC, en particular por el mencionado efecto del menor precio de los combustibles. En cambio, el incremento mensual de las inflaciones subyacentes, por la suma de la propagación de la alta inflación pasada, la indexación habitual y estacionalidades de fin de año, se mantendrán en niveles superiores. Con esto, y en línea con lo previsto en la Actualización de Proyecciones de noviembre, la inflación anual del IPC, IPCX e IPCX1 se mantendrá alta en lo inmediato, pero comenzando un proceso de descenso, algo más marcado en el caso del IPC. Este escenario es coherente con la evolución de las distintas medidas de expectativas de inflación. Las compensaciones inflacionarias —extraídas de *swaps*— continuaron con la trayectoria descendente iniciada algunos meses atrás, especialmente las de más corto plazo (1 en 1) que cayeron cerca de 90 puntos base en el mes, ubicándose bajo 3% al cierre de esta minuta. Las compensaciones inflacionarias 3 en 2 se redujeron algo más de 30 puntos base en el mes, mientras que las de 5 en 5 se ubican en niveles similares a los vigentes al momento de la Reunión de noviembre. La Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) anticipa menores inflaciones que hace un mes. A un año pasa de esperar 4,6 a 3,6% y a dos a un año desde 3,4 a la meta de 3,0%. En cuanto a las expectativas que se extraen de la encuesta IPEC, el porcentaje de personas que responde que la inflación en los próximos doce meses subirá "mucho" continúa retrocediendo gradualmente, ubicándose levemente bajo 60% de acuerdo a la información de noviembre. Las expectativas de inflación anual que se extraen del IMCE pasan de 8,25% en octubre a 7,75% en noviembre.

Por otra parte, indica que en términos de política monetaria, las expectativas de un escenario de menores presiones inflacionarias han seguido desplazando a la baja los movimientos esperados por el mercado para la trayectoria futura de la Tasa de Política Monetaria. Éstas tuvieron movimientos especialmente significativos después de la publicación de la Actualización de Proyecciones y más recientemente tras conocerse las cifras de inflación e IMACEC. Esta suma de eventos terminó por consensuar una visión del mercado respecto de que el ciclo de alzas culminó, aunque no existe aún una opinión generalizada sobre el momento, de aquí a marzo, en que se producirá el primer recorte de la Tasa de Política Monetaria.

Finalmente, el señor Claudio Soto agrega que, en general, las expectativas de mercado, además de acentuarlo, en las últimas semanas han adelantado el inicio del ciclo de bajas en la Tasa de Política Monetaria. Para esta Reunión, el mercado apuesta en general por una mantención, aunque parte de los agentes le asignan probabilidad de ocurrencia a una reducción de 25 o incluso de 50 puntos base. De acuerdo con la curva *forward*, el mercado pasó de anticipar el primer recorte en el primer trimestre a esperar que esta reducción en la Tasa de Política Monetaria se dé en enero y que a fines del primer trimestre ésta se ubique a lo más en 7,5%. Las tasas *swap*, en tanto, tienen implícitas una trayectoria de la Tasa de Política Monetaria que contempla mayores recortes: con una reducción de al menos 25 puntos base en los próximos tres meses y a un año ubican la Tasa de Política Monetaria en 7%, 40 puntos base por debajo de lo que se anticipaba previo a la Reunión de noviembre. Conforme a la Encuesta de Expectativas Económicas, los encuestados anticipan una mantención de la Tasa de Política Monetaria este mes, pero una reducción de 50 puntos base de aquí a febrero, llegando a diciembre del 2009 con una Tasa de Política Monetaria en 6,25%, 40 puntos base por debajo del valor anticipado en la encuesta anterior.

En cuanto a los datos que ha entregado el señor Claudio Soto respecto a los datos del IMACEC, el señor Vicepresidente consulta si el hecho que la información respecto de

dicho Índice corregido por estacionalidad era algo más elevado, más 3, significa que existe alguna diferencia en los días trabajados.

Al respecto, el Gerente señor Claudio Soto, señala que efectivamente hay una diferencia en la composición de los días.

El Consejero señor Sebastián Claro, señala que cuando se efectuó la actualización del *IPoM* y también entiende que esto está en los antecedentes de la Reunión de Política Monetaria, se menciona que se continuaba considerando que los eventos de septiembre podrían contribuir entre menos 0,5% y menos 1% al PIB del trimestre. Al respecto el señor Consejero consulta si ello está incorporado en la información. Sobre el particular, el Gerente señor Claudio Soto, menciona que eso está incorporado en la cifra, 4,5 para el sector resto.

El señor Gerente de División Estudios, señor Pablo García, señala que para ser más precisos en la información, la corrección del 5,4 del *IPoM* a 4,5 en noviembre, contenía el efecto de mayor restricción crediticia, agrega que el paso de 4,5 a 4,1 puede obedecer a diversos factores. Uno de ellos es que el *shock* crediticio está siendo mayor y otro que la sensibilidad de la economía al mismo *shock* crediticio que se tenía estimado en teoría, resulta mayor o que existen fenómenos adicionales que están contribuyendo a esa situación. Agrega que no se tiene esa información desagregada, ya que no se está efectuando un *upgrade* de proyecciones, sino que simplemente se está aplicando una corrección a partir de los datos coyunturales. Comenta que decir que esto es producto de que existe un *shock* crediticio mayor o que la sensibilidad de la economía ha sido mayor que la estimada, o que hay otros factores de ofertas, constituye un juicio que no estamos en condiciones de realizar.

El Consejero señor Manuel Marfán, señala que en el gráfico referido al sector construcción se presentan promedios móviles de tres meses. Indica el señor Consejero que tiene la impresión que con esta forma de presentar los datos, se pierde parte de la información, ya que como lo mencionó en la Reunión anterior, si se produce o no un "chantón" y si éste es reciente y si se están considerando promedios móviles de cada tres meses, entonces los datos se suavizan. Agrega que sobre el particular quisiera conocer cuál es la información en el margen referida en particular a materiales de construcción, ya que de la manera que se presenta no se aprecia de forma clara si se produjo una desaceleración, pero que aún está creciendo, o realmente existe una caída que es negativa, considerando que con anterioridad esta información se entregaba con datos mensuales.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux concuerda con lo que plantea el Consejero señor Manuel Marfán y agrega que además esa información tiene otro problema que consiste en que los inventarios óptimos actualmente, en cualquier industria, con restricción crediticia y con incertidumbre hacia el futuro, deben ser menores, de modo que eso no necesariamente significa menor actividad sino que podría obedecer a un ajuste importante de inventarios.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Claudio Soto comenta que desde el año 2006 no se observaba en una variación en doce meses, un mes con una cifra tan elevada como la que se muestra. Agrega que las variaciones menores que se habían presentado fueron de 5% y de 7,7% a mediados de 2006 y durante 2008 se había presentado una caída de 6,1% que debe haber sido la más grande en marzo. Complementando la información antes señalada, el Gerente de Análisis Macroeconómico señala que la información antes referida se encuentra contenida en las proyecciones e indica que la mayor sorpresa que se produjo fue por el lado de la industria y el comercio y no tanto por el lado de la construcción. Agrega que cuando se hicieron las proyecciones del mes de noviembre de este año, se introdujo un castigo importante al sector construcción, atendido los antecedentes que se habían estado observando en relación a las ventas de vivienda y a una serie de otros antecedentes

relevantes y que por lo tanto, no se ha efectuado un castigo adicional en esta oportunidad en las proyecciones de dicho sector.

El Consejero señor Manuel Marfán menciona que concuerda con lo señalado con el señor Vicepresidente, en el sentido que la información más reciente de estos indicadores y proyecciones tiene los problemas que él expresa, en cuanto a que pueden ser efectos de inventario, efectos de rumores o simplemente errores de medición, que posteriormente se corrigen al conocerse las cifras definitivas. En todo caso, consulta si con la información existente a la fecha, se podría sostener que en noviembre se estimaba que el cuarto trimestre estaba creciendo a una velocidad de 3,2% y ahora a una velocidad de menos 0,4%.

El Gerente de la División de Estudios señor Pablo García, señala que no solo podría confirmarse sino que en la entrega de estos datos se está ratificando esa situación.

El Consejero señor Manuel Marfán agrega a su comentario que, a propósito del "chantón", ésta sería una evidencia aislada que se podría interpretar de muchas formas, pero en todo caso, existe una diferencia en la velocidad del crecimiento del cuarto trimestre cercana al 4% con respecto a lo que se proyectó en el pasado y a lo que hoy se observa.

El Gerente de la División Estudios señor Pablo García señala que el comentario del Consejero señor Manuel Marfán es efectivo, y que parte de ello es atribuible a lo que sucede con el sector de recursos naturales.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto indica que respecto del sector recursos naturales, se está efectuando una corrección a la baja en el rubro de la minería para el cuarto trimestre, y hacia delante, no obstante que el dato de octubre es más favorable de lo que se preveía, la información que se ha recibido de CODELCO es que nuevamente se han producido problemas técnicos en esa empresa que llevarían a una corrección a la baja en su producción.

El señor Gerente mencionado comenta que por el lado de la demanda se observa una desaceleración más rápida de la contemplada en noviembre de este año. Agrega que existen dos aspectos para considerar. Primero, una corrección a la baja en el consumo ya que el de durables se está desacelerando de manera importante, y, segundo, que por el lado de la inversión, ésta ha sido menor en el rubro de la construcción y obras, y también se aprecia una acumulación de inventario respecto de lo que se conocía anteriormente, lo que resulta coherente con la información sobre la percepción de los niveles de inventarios actuales, en donde se estima que éstos podrían estar por sobre lo deseado.

También señala el señor Gerente que, con respecto a las exportaciones netas, se produjo una sorpresa en el tercer trimestre cuando se corrigieron las cifras, donde se apreció una mayor exportación de servicios y por lo tanto, se observó algo más de crecimiento de éstas para dicho trimestre y para el primer trimestre de 2009.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que quiere formular algunas consultas metodológicas. La primera se refiere a si la cifra de menos 2,9% es trimestre con trimestre; y la segunda, si la demanda final corresponde a demanda interna sin variación de existencias o es PIB sin variación de existencias.

El señor Claudio Soto, con respecto al primer punto señala que la cifra de menos 2,9% es trimestre a trimestre y que con respecto a la segunda interrogante, corresponde a demanda interna sin variación de existencias.

El Consejero señor Manuel Marfán consulta si es posible tener el dato trimestre a trimestre, ya que claramente si se compara la demanda interna con la demanda final sin

variación de existencias, el punto que ha formulado el señor Vicepresidente sobre variación de inventarios, resulta muy significativo, ya que no es lo mismo bajar 7 décimas que bajar 2 décimas en un mes.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García, complementando esta información, indica que para todas estas series y con bastante mayor desagregación, se cuenta con variaciones trimestre a trimestre anualizadas. Agrega que la pregunta que cabe formularse es cómo se interpretan. Señala que desde el punto de vista de la demanda, en la cuadratura global de cuentas nacionales es difícil asignar el consumo y las existencias, más aún efectuarlo en la proyección. Por otro lado, desde el punto de vista de la demanda, dada la volatilidad que tienen los deflactores de comercio exterior, se produce algo de ruido en la variación trimestre a trimestre de la demanda interna, con o sin existencias. Por lo tanto, si se quiere un dato de menos 0,1% del PIB, que es el más sólido, y el de la demanda interna de menos 2,9%, que es bien intenso, estima que no dudaría en interpretar cuánto de eso corresponde a consumo privado, y cuánto a variación de existencias.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que en la Reunión de Política Monetaria pasada y también en las reuniones semanales de coyuntura que se han realizado, ha podido plantear una hipótesis que consiste en que la mayoría de las veces los movimientos sinusoidales se presentan en las variables, pero a veces existen coyunturas singulares en las cuales hay un shock suficientemente importante como para que el cambio sea moderado y que se pueda producir una detención brusca, tal como ocurrió el año 1998 y el año 2002. Agrega que ha planteado en algunas reuniones este mismo argumento y, en consecuencia, no puede descartar que en la actualidad se esté en una situación similar. Lo que quisiera que se le indicara es si la información recogida tiende a apoyar o rechazar esa hipótesis.

El Presidente señor José De Gregorio comenta que le parece relevante lo que está señalando el Consejero señor Manuel Marfán, pero en su opinión esta situación es parte de la discusión que debería presentarse al final de la Reunión, en el sentido de si se está o no frente a un cambio de tendencia.

El señor Pablo García, con el propósito de recordar cuál es el ejercicio que se efectuó respecto a la elaboración de las proyecciones, hace presente que se evaluó la respuesta de la economía al *shock* crediticio del tercer trimestre y parte del cuarto, suponiendo una reacción de la demanda interna parecida a la que se observó a principios del 98 y a la que se vio el año 2002, por lo tanto, factualmente será parecida la proyección.

En cuanto a la información entregada por el Gerente de Análisis Macroeconómico respecto de la apreciación del tipo de cambio, el Consejero señor Sebastián Claro consulta si metodológicamente la convergencia de dicho tipo de cambio hacia los valores estimados en el modelo de mediano plazo, se produce a partir del sexto mes o siempre a contar del mes cero.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señala que en el *IPoM* se contiene una apreciación desde el primer trimestre de 2009 y existe una incoherencia con esa proyección de corto plazo porque ella siempre presume un tipo de cambio nominal constante y cuando se efectúa la proyección de mediano plazo, se tiene un modelo estructural que entrega la trayectoria del tipo de cambio.

Sobre el mismo tema, el Consejero señor Manuel Marfán consulta si en ese modelo está implícita una trayectoria de la tasa de interés. El Presidente señor José De Gregorio comenta que no tiene implícita dicha trayectoria, ya que tiene incorporado el cálculo del *IPoM*.

El Consejero señor Sebastián Claro en relación al precio de la gasolina, si con el tipo de cambio al nivel actual y al que se está proyectando y el precio del petróleo que ha caído fuertemente, pero que está en niveles que no necesariamente son menores de lo que había anteriormente, consulta cómo se llega a un precio de la gasolina más bajo en los últimos tres o cuatro años.

El Gerente señor Claudio Soto señala que existe un tipo de cambio que se está apreciando, por lo tanto, el hecho que se mantenga bajo hace que el promedio móvil de todos modos vaya cayendo paulatinamente en el tiempo.

El Consejero señor Sebastián Claro comenta que en términos de niveles, un elemento que se compara con los tres años anteriores son los impuestos, por el tipo de cambio y no así por el precio del petróleo. Agrega el Consejero señor Claro que otro tema que debe considerarse es que por un aspecto metodológico, que dado este tipo de cambio, que ahora no se supone constante, sino que se supone creciente, cree que sería bueno que se entregara un cuadro que efectuara dicha comparación para facilitar su entendimiento.

El Presidente señor José De Gregorio señala que concuerda con el planteamiento del Consejero señor Claro en el sentido que dicha comparación sería útil para tener la magnitud de la desviación, porque de esto en buena parte puede depender que el tipo de cambio llegue a 600 pesos en mayo y si no llega a esa cifra, probablemente constituye una depreciación del dólar en el exterior y con un precio del petróleo menor.

El Gerente de la División Estudios señor Pablo García comenta que para explicar la racionalidad de este ejercicio, el supuesto de manejar el tipo de cambio constante por un par de trimestres con 645 pesos no parecía introducir mucho "ruido", pero en atención a que este tipo de cambio alcanzó a 670 pesos, dejarlo constante a ese valor y después empalmardo con la trayectoria que se suponía en la proyección de mediano plazo que se efectuó hace un mes atrás, se producía un escalón o se estaba induciendo a un escalón muy brusco en el valor del tipo de cambio en el segundo semestre. Por lo anterior, se decidió hacer una convergencia más gradual, pero que el efecto arriesgado algo más de tipo de cambio al principio respecto de noviembre y un poco menos hacia abril y mayo y por consiguiente, corresponde alrededor de 20 pesos en ambas direcciones.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que un tema importante que se encuentra pendiente de discusión es que se pudiera analizar si el escenario que el Consejo tendría que considerar, que es aquél que está proponiendo el staff respecto al tipo de cambio, es el que se ha señalado. Agrega que en su opinión, al menos en su intención de voto, esto hace una diferencia demasiado fundamental, respecto de cuál sería la evolución esperada del tipo de cambio nominal hacia adelante. En consecuencia, si se trata de una apreciación nominal de los niveles de que se está informando allí, respecto de una mantención del nivel nominal actual en los escenarios que se ven más probables y factibles a partir de esta fecha.

El Consejero señor Enrique Marshall consulta si el aumento de las tasas nominales y su retroceso en términos reales, se debe al movimiento que se observa después de agosto o a partir de septiembre en los Fondos Mutuos. El Gerente señor Pablo García señala que de los antecedentes que se muestran en el gráfico, se aprecia la mayor demanda por liquidez que se produjo en octubre y como ello posteriormente se tendió a normalizar. Señala que otro tema que es interesante señalar es cómo se interpreta la caída en términos reales que se ha observado en la coyuntura, que puede ocurrir si se le cree a los patrones históricos, señal precisamente de que la economía está desacelerándose y eso debe haber sido históricamente un indicador líder de la actividad.

En cuanto al comentario del Gerente de Análisis Macroeconómico, respecto a que se mantiene la tendencia a las colocaciones a personas, que vienen cayendo tanto en sus

tasas de crecimiento nominal y real, y que ahora se presentan tasas de crecimiento negativas reales, el Presidente señor José De Gregorio señala que existen dos argumentos para ello. El primero, consiste en que puede haber algún asunto relacionado con dólares en el comercio exterior y en la depreciación; y agrega que el otro hecho que podría estar ocurriendo es que existían líneas aprobadas y en el evento de octubre de este año, el temor de las personas las llevó a girar sus fondos y depositarlos para mantenerlos disponibles. Otra razón consiste en que hay empresas que están efectuando sustituciones de inversiones.

El Gerente señor Pablo García, sobre el mismo tema, señala que precisamente por esa razón es que en las economías desarrolladas, a pesar de la magnitud del *crédit crunch*, los datos de los créditos se han demorado en reflejar una contracción, mostrando por una parte que los bancos quieren restringir sus operaciones, pero por otro lado, los clientes quieren acceder a un mayor financiamiento.

El señor Ministro de Hacienda señala que de los tres aspectos que ha mencionado el señor Presidente, le parece que hay uno de ellos que es fácil de confirmar porque se conoce cuál es la composición y cuáles son sus agregados. Se conoce cuánto se ha depreciado nominalmente el peso y por lo tanto, ese cálculo se puede efectuar. Agrega que en el Ministerio de Hacienda se efectuó ese ejercicio y el resultado que se obtuvo fue que igual se producía algo relativamente estable. Las otras dos interrogantes le parecen más difíciles de medir. Sin embargo, indica que podrían medirse quizás distinguiendo por plazo, porque si se tiene una línea de crédito y se gira para tener liquidez, esa línea de crédito, probablemente era a 30 días y no a dos años. Entonces, si uno efectuara este ejercicio por plazo, probablemente eso también se podría apreciar.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que se podría hacer el análisis de la moneda en la cual la operación se realiza, ya que las operaciones de comercio exterior deberían observarse en dólares y después surge el tema de la valoración, porque se comienza a traspasar los pesos nominales para sumarlos y luego se reajustan por IPC, y agrega que así igualmente debería operarse con las operaciones hipotecarias que están en UF, o las de consumo en pesos.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que en Estados Unidos de América, a fines de 2007 y principios de 2008, se observó que los bancos aumentaron fuertemente sus colocaciones por efecto de líneas de crédito y por lo tanto, los bancos que tenían que disminuir de alguna manera su activo por el problema de capital que empezaron a surgir, comenzaron a olvidar otros créditos en que efectivamente no tenían esas líneas concedidas y por ello se presentó un cambio de composición muy fuerte en sus colocaciones.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco menciona que le parece útil realizar lo que sugiere el Consejero señor Enrique Marshall, respecto del ejercicio que mencionó, puesto que estos agregados puede que no sean muy reveladores tanto por un asunto de composición como de valoración. Le parece que sería conveniente tener ciertamente el comercio exterior desagregado y también poder comparar con la experiencia existente en otros países, porque en general, le parece que la evidencia agregada de los países ricos sugiere que existe un efecto, pero que se observa con mucho rezago.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que sería conveniente en esta coyuntura mirar la evolución de algunas partidas de las colocaciones, ya que bien podría estar ocurriendo que los bancos no revisan las líneas de los clientes, pero mantienen abierta la posibilidad de sobregiro de la cuenta corriente, la posibilidad de la tarjeta de crédito que tienen costos muchos más altos, por consiguiente, a los clientes no se les revisan sus líneas básicas, pero se deja entreabierta la opción para que operen por esa vía, lo que tiene un costo altísimo. Le parece al señor Consejero que esta situación podría estar explicando cierta restricción en el crédito.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux consulta si se cuenta con algún diagnóstico respecto a si las Administradoras de Fondos de Pensiones son un factor de la depreciación adicional del tipo de cambio multilateral, desde la última Reunión de Política Monetaria. Sobre el particular, el Gerente señor Claudio Soto señala que se ha efectuado un estudio detallado respecto a las AFP y lo que se ha podido apreciar es que en cuanto a los términos de intercambio y diferenciales de tasa, se ha visto que ambos pueden explicar parte de este fenómeno. Agrega que los movimientos más recientes se pueden justificar por diferenciales de tasa y por movimientos de tipo de cambio, y que las depreciaciones que se observan desde abril hasta la fecha definitivamente no se pueden explicar por estos fundamentales.

El Consejero señor Manuel Marfán indica que tiene dos temas que le gustaría se discutieran para poder formarse una opinión más fundada para resolver la decisión que adoptará en la Reunión de la tarde. En primer lugar, consulta si existe o no evidencias sobre la existencia de un "chantón", es decir, que la evidencia en el margen, no los promedios trimestrales, porque obviamente hacen perder información, sino cuál es la evidencia con todos los defectos que ésta pueda tener en el margen al efectuar la comparación de noviembre respecto del mes de octubre. En segundo lugar, pregunta cuál es el escenario en que se está pensando para efectos del tipo de cambio nominal hacia adelante en términos que se entiende que dicho tipo de cambio está desalineado, respecto a sus fundamentales de largo plazo y ese alineamiento se produciría ya, o se mantendría desalineado en el escenario sobre el cual se trabajaría. Por otra parte, señala el Consejero señor Marfán que entiende que desde el momento que el staff incluye en sus proyecciones una caída nominal del tipo de cambio a 600 pesos dentro de un horizonte corto de proyección, estaría implícitamente si se acepta, transformándose en un escenario a considerar para los efectos de nuestra decisión. Agrega que tiene la impresión que no existe algo que haga pensar que es necesario una política monetaria contractiva y a su juicio le parece muy pronto para decidir una política monetaria expansiva, pero cree que claramente hoy día se está en presencia de una política monetaria muy contractiva en el sentido que la tasa de interés está muy alejada de cualquiera sea lo que se estime una tasa de interés neutral. Indica que se trata de un elemento que es importante entender para efectos tanto del tipo de cambio y para efectos de la demanda agregada si es que se encuentra frenada.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux menciona que hay un elemento que le inquieta, además de los aspectos que ha mencionado el Consejero señor Marfán, que consiste en que si es cierto que se está viendo un escenario con una desaceleración más severa por delante, dicho escenario se repetirá en todos los países de la región. Agrega que muchos de ellos son vulnerables y que esta situación puede significar que se produzca por ejemplo, un *default* en un país vecino, y cree que en verdad en ese escenario la apreciación prevista del tipo de cambio nominal le parece algo optimista. Agrega el señor Vicepresidente que tiene la preocupación que la apreciación que se ha proyectado y que supone un escenario internacional muy distinto del actual y, en general tendiente a mejorar, puede resultar algo benigno. Por otra parte, le parece que habría que despejar el tema de las Administradoras de Fondos de Pensiones porque si están en medio de un ajuste de *stocks*, pueden estar explicando una buena parte del ajuste que ha tenido el tipo de cambio. Indica que si no es así, y son a lo más quince pesos como ha señalado el Gerente de División Política Financiera, puede ser que esto tenga un efecto menor, pero su mayor preocupación es que en la práctica se esté efectuando una proyección inflacionaria un tanto optimista, si se considera que se tiene un escenario de deterioro regional que puede ser más severo de lo que se había anticipado.

El señor Ministro de Hacienda indica que quiere expresar sus preocupaciones sobre los temas planteados. Su primera preocupación coincide con lo que ha planteado el Consejero señor Manuel Marfán, en el sentido que las reglas que se han usado para proyectar en el pasado puede que no necesariamente sean aplicables en situaciones de tanto cambio

coyuntural como las actuales y le preocupa una cierta discordancia que se produce entre lo que se proyecta, usando los mecanismos más o menos convencionales, y la evidencia más informal que se recoge, que tiende a mostrar lo que el Consejero señor Marfán ha denominado como un "chantón" y que se aprecia en los indicadores que se han exhibido en esta Reunión. Agrega que quizás el más notable es el hecho que por primera vez en muchos años haya tasas negativas de crecimiento del PIB de consumo, pero podría no estarse viendo una serie de otros indicadores porque simplemente no se conocen hoy día los rezagos con que estos indicadores manifiestan la inflación. Señala que en el análisis más micro y el buen juicio pueden ser elementos muy importantes en esta ocasión. En segundo lugar y esto en un carácter de pregunta y de afirmación, indica que no está claro en qué medida estas proyecciones están reflejando una situación inédita, que es la brecha entre la Tasa de Política Monetaria y las Tasas de Mercado.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que quisiera referirse a uno de los aspectos que planteó el Consejero Manuel Marfán, respecto a la desaceleración. En su opinión, se cuenta con una evidencia muy parcial sobre lo que está ocurriendo efectivamente en este trimestre. Sin embargo, si se mira hacia delante, todo ello apunta a un mayor deterioro. Agrega que las informaciones que se han recibido a último momento son claras respecto a lo que está pasando en la economía mundial; los ajustes que se han hecho en las perspectivas de las proyecciones de crecimiento para la economía chilena, más la persistencia de las condiciones crediticias estrechas no permiten dilucidar con claridad qué es exactamente lo que está ocurriendo en el cuarto trimestre, pero reafirma su opinión que la información disponible apunta a que el escenario futuro puede ser peor al que se anticipaba hace un mes. Un segundo comentario que quiere realizar, que es algo más puntual, se refiere a la implicancia respecto de una información que se proporcionó en su momento y que se refería a cierta revisión en las tasas de captación después de un período en el cual se había expresado que existía una cierta normalización. Recuerda que en algún momento se discutió si al mes de diciembre era esperable que se produjese una mayor restricción de liquidez, lo que es normal en los países desarrollados, en que las empresas, los bancos y los inversionistas tienden a deshacer sus posiciones y, por tanto, ello podría estar explicando cierta revisión y aumento de las tasas de captación, lo que es preocupante porque indicaría que cierta tensión vuelve al mercado local, pero que en todo caso es algo que se debe revisar.

El Presidente señor José De Gregorio señala que desea agregar un par de comentarios. Indica que respecto de la duda si existe crecimiento, si estamos en un "chantón" o frenazo, le parece que se trata de un cambio sistemático de proyecciones y de perspectivas para el próximo año. Agrega que se elaborará el *IPoM* próximo, pero en el escenario más probable, atendida la corrección del cuarto trimestre y del primer trimestre del próximo año, esta situación está forzando el crecimiento a una cifra más cercana a 2% que a 2,5%, ya que no le extrañaría partir con 1,5% – 2,5% en enero. Señala que lo que resulta sorprendente en todo caso, es que esta situación se viene dando con bastante fuerza en el último tiempo y responde a algo que nadie puede dilucidar y que la profundidad de la crisis mundial es absolutamente inédita. En segundo lugar, este aspecto se aprecia no solo con las diferencias de *spreads*, sino que también se estrechan las condiciones monetarias. Asimismo, se observa un alza de intereses reales, lo que se aprecia en los títulos más cortos en U.F. Por otra parte, comenta que los salarios reales en Chile han estado cayendo.

El señor Ministro señala que quiere añadir en la misma línea que el país ha sido afortunado en los últimos 15 – 18 años, en que siempre en el Banco Central y en general en la política económica, se han podido evaluar escenarios alternativos que son desviaciones pequeñas respecto a un escenario base y esos eventos catastróficos han sido de baja probabilidad en las dos décadas. Agrega que lo que se sabe de la economía mundial es que ese evento catastrófico tiene una probabilidad muy baja de ocurrir y la pregunta que tiene que formularse es que si hay algún estado de la naturaleza en el cual en Chile en 6 ó 12 meses más no se estén considerando pequeñas desviaciones en torno a un escenario base, sino que un

escenario de baja probabilidad, pero de características más catastróficas y agrega que eso es lo que ocurrió en el resto del mundo y en países que habría sido inesperado que ocurriera y la verdad que el grado de incertidumbre respecto a cómo va a reaccionar la economía chilena respecto a ese fenómeno, es extremadamente integral. Agrega que le parece que efectivamente, si no lo creyera así, no lo diría con tanta convicción en el sentido que tenemos los instrumentos y que se está preparado para atenuar un shock y qué movimiento de los instrumentos son necesarios para atenuarlo.

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria Nº 132.

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

El Gerente de División Estudios señala que en la última Reunión de Política Monetaria, el Consejo acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 8,25% anual, estimando que ello era congruente con la actualización del escenario base del último *IPoM* y con el compromiso de conducir la política monetaria para reducir la elevada inflación hacia 3% en el horizonte de política.

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

Menciona el Gerente de División Estudios que en el ámbito internacional, a pesar de que se han contenido las tensiones en los mercados interbancarios gracias a las intervenciones oficiales, las turbulencias y la volatilidad siguen muy presentes, debido a las esperadas e inciertas implicancias de la crisis financiera sobre el sector real y la calidad crediticia de los agentes no financieros.

Señala también, que de hecho, el crecimiento global sigue corrigiéndose a la baja, dando cuenta claramente del escenario recesivo en el mundo desarrollado, con efectos que son significativos en el crecimiento de economías emergentes. Indica el señor García que no forma parte aún del escenario base una corrección severa del crecimiento de estas zonas. Por otra parte, agrega que los precios de los *commodities* han seguido cayendo.

Menciona el Gerente de División Estudios que los mercados monetarios locales siguen mostrando normalidad a plazos cortos, con *spreads* algo más altos a plazos más largos. El mercado cambiario y el mercado de renta fija continúan acomodando el conjunto de novedades desde septiembre, posiblemente como indicativas de menor crecimiento y menor inflación, con un tipo de cambio real más depreciado. Las condiciones crediticias internas y externas siguen siendo estrechas.

Señala el Gerente de División Estudios que las cifras de actividad y demanda interna están comenzando a reflejar el impacto del cambio del escenario macro desde septiembre, con lo cual se revisan a la baja las cifras de crecimiento esperadas para éste y el próximo trimestre. Asimismo, agrega que el empleo continúa creciendo, situación que, dados sus patrones históricos, podría cambiar en el caso de la construcción durante el primer semestre de 2009.

Indica el Gerente de División señor García que la inflación del mes de noviembre fue negativa, tal como se esperaba, pero con una variación a la baja menor que la que se anticipaba, debido a mayores precios de perecibles y a cifras de inflación subyacente algo mayores que las previstas. Hace presente el señor García que no obstante, las medidas de

expectativas de inflación volvieron a caer, incluso de manera significativa, ubicándose en 24 meses en 3%.

Menciona el Gerente de División Estudios que las expectativas privadas han tendido a reflejar menores cifras de crecimiento hacia delante que las contempladas en la actualización de proyecciones, y que siguen mostrando una trayectoria a la baja en la Tasa de Política Monetaria.

Manifiesta el Gerente de División Estudios que aunque la decisión concreta para esta Reunión es compleja, la acumulación de antecedentes tiende a confirmar un escenario para la política monetaria hacia el mediano plazo que es, en términos gruesos, congruente con el esperado por el mercado. Señala que en todo caso, solo podrá dar grados mayores de precisión en esta trayectoria, en términos de, por ejemplo, en qué momento se espera en el escenario base llegará a una Tasa de Política Monetaria cercana a la neutral, cuando se discuta un nuevo escenario base en el *IPoM*.

Indica el Gerente de División señor García que la actualización del escenario base presentada en la Reunión de Política Monetaria anterior, llevaba a una trayectoria para la Tasa de Política Monetaria plana por algunos meses para luego, en la medida en que se comenzaran a materializar mayores holguras de capacidad y expectativas de una desinflación rápida, descender de manera significativa en el curso del año 2009. Agrega el Gerente de División Estudios que de los elementos coyunturales de este escenario es aparente que las cifras de inflación observadas no difieren marcadamente de lo previsto, pero con el IPCX1 y otras medidas subyacentes algo por encima de lo anticipado, mientras que la ampliación de holguras de capacidad, de la mano de condiciones crediticias internas y externas restrictivas, parece estar siendo mayor que la anticipada. Indica también que el empeoramiento de las perspectivas de crecimiento global van en la misma dirección, en términos de las perspectivas de holguras hacia el mediano plazo.

Manifiesta el Gerente de División Estudios que la consideración de estos antecedentes, junto con la evaluación de que, dados los patrones históricos, la inflación subyacente debe comenzar a ceder en el curso de los próximos trimestres, puede motivar el inicio del ciclo de relajamiento monetario en esta Reunión, algo antes de lo previsto en la actualización de proyecciones. Agrega que ello, sin embargo, requiere considerar que las diferencias entre las tendencias inflacionarias proyectadas y efectivas no son lo suficientemente grandes como para afectar la oportunidad de la esperada desinflación.

Por otro lado, el señor García menciona que el segundo elemento tras la rápida desinflación contenida en las proyecciones recientes de mediano plazo, está en que el tipo de cambio y los precios de los *commodities* apoyarán menores presiones inflacionarias mirando hacia delante. En el caso del precio internacional del petróleo y los alimentos, claramente las noticias más recientes van en esa dirección. Por el lado cambiario, esto no resulta tan obvio.

Comenta el Gerente de División Estudios señor García, que el tipo de cambio real continúa en niveles depreciados y bastante por encima de los valores que se consideran de equilibrio de largo plazo. Señala también que no es fácil precisar qué está tras los movimientos cambiarios, pero más allá de sus eventuales implicancias inflacionarias de corto plazo, este nivel del tipo de cambio real admite dos interpretaciones, no necesariamente excluyentes entre sí. Una es que estos niveles ya están internalizando un desempeño cíclico débil, probablemente más intenso que lo previsto, y la consiguiente desinflación y relajación monetaria. Agrega que, alternativamente, de manera menos benigna, que la materialización y las perspectivas de un deterioro de las cuentas externas, en presencia de expectativas respecto de las condiciones financieras que enfrentarán las economías emergentes durante el 2009 por el escenario global de desapalancamiento, requieren de un ajuste rápido, y más que lo esperado en la actualización de proyecciones, el componente importado de la demanda interna.

Manifiesta el Gerente de División Estudios que las consideraciones mencionadas anteriormente tienen que ver principalmente con la magnitud acumulada y el mejor momento para iniciar el ciclo de relajamiento monetario, y no con la conveniencia de que, en el escenario más probable, ello se materialice. Agrega que, por lo tanto, dadas las expectativas privadas y las trayectorias que razonablemente pueden deducirse para la Tasa de Política Monetaria, la inclusión de un sesgo en el comunicado parece ser necesaria y natural, cualquiera sea la decisión de esta Reunión.

Hace presente el Gerente de División Estudios señor García, que un sesgo, acompañado de una reducción de la Tasa de Política Monetaria en esta ocasión, daría una señal clara de que los antecedentes respecto del desempeño de la actividad real sugieren con suficiente validez que las fuerzas desinflacionarias serán suficientes como para disminuir la inflación en un plazo corto y que los mayores registros subyacentes de inflación son pasajeros. Agrega que, adicionalmente, el inicio claro de un proceso de relajamiento monetario indicaría que el escenario de debilitamiento cíclico será mayor que el previsto en la actualización de proyecciones, en un contexto en que existe poca preocupación por la evolución de las cuentas externas y el tipo de cambio real en los próximos trimestres. Asimismo, señala que en el caso de decidirse por una reducción de la Tasa de Política Monetaria, la magnitud elegida está igualmente vinculada a estas consideraciones.

Indica el Gerente señor García que la mantención de la Tasa de Política Monetaria, junto con el sesgo, sería indicativo de que el escenario contemplado en la actualización de proyecciones sigue siendo válido y que el debilitamiento de la demanda interna y la actividad están —en lo grueso— dentro de lo previsto. Agrega que la inclusión de un sesgo permitiría señalizar que, a pesar de las cifras de inflación subyacente, no hay evidencia suficiente como para descartar que se dé el esperado quiebre en la tendencia inflacionaria en los próximos trimestres.

Hace presente el señor García, que por los antecedentes discutidos, desde el punto de vista táctico parece razonable que una reducción de la Tasa de Política Monetaria permita validar expectativas de reducciones adicionales en los meses que siguen. Agrega que, dada la actual coyuntura, un inicio abortado de la senda de relajamiento monetario, es decir, con pausas prolongadas que sigan a una reducción moderada inicial de la Tasa de Política Monetaria, podría ser particularmente costoso. Indica que en este sentido, esperar a contar con más información puede considerarse valioso. Señala que el valor de esperar es menor si se tienen mayores grados de certeza respecto de que el proceso de relajamiento monetario, una vez iniciado, será sostenido.

Finalmente, el Gerente de División Estudios señor García menciona que desde el punto de vista comunicacional, tanto la mantención como la reducción de la Tasa de Política Monetaria están dentro de lo considerado plausible por el mercado. Asimismo, menciona que esto difiere de la situación de expectativas en las dos reuniones pasadas. Agrega, también, que por ello, cualquiera de ambas decisiones posiblemente no sea sorpresiva. Respecto de la trayectoria futura de la Tasa de Política Monetaria, señala que sí parece ser el caso que la exclusión de un sesgo será percibida de forma anómala, sea cual sea la decisión que se adopte. Por supuesto, estima que el grado de precisión y certeza que se le dé al sesgo, depende de las mismas consideraciones detalladas anteriormente.

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

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán De Ramón señala

que las últimas cifras conocidas han ido configurando un escenario de desaceleración económica que va más allá de lo proyectado en la actualización del *IPoM* efectuada en el mes de noviembre. Agrega que lo anterior, hace altamente probable que en los próximos meses se vean datos de menor crecimiento y menor inflación. Señala también que, en línea con lo anterior y de acuerdo a la información proporcionada por la Gerencia de División Estudios, en este trimestre se tendrá una demanda que cae 10% con respecto al anterior.

En consideración a ello, el Gerente de División Operaciones Financieras comenta una serie de datos entregados recientemente, en variación o en niveles, que apoyan este escenario económico más deteriorado: a) producción industrial de transables, b) producción de minería, c) ventas del comercio, d) ventas de autos, e) indicadores de construcción, como cemento, materiales y permisos, e f) importaciones de bienes de consumo, excluyendo e incluyendo autos y bienes de capital, o son negativos o tienen tasas de variación negativas.

Agrega el Gerente de División Operaciones Financieras que sin embargo, en el contexto de esta desaceleración, mucho más llamativos son los datos de salarios reales, los que decrecen a tasas del 2%, y el aumento no revertido de las tasas de colocación del sistema financiero, de 400 puntos base en el último mes y medio. Menciona el señor De Ramón que ello puede configurar un panorama de caída de demanda abrupta en los próximos meses y le imprime un efecto acotado a la propagación inflacionaria que enfrentaremos prontamente. Señala también, que las tasas a lo largo de la curva hace ya largas semanas que están capturando este escenario y que ni siquiera las mayores cifras de inflación X1 del último mes, las hizo revertir.

En relación a lo anterior, el Gerente señor De Ramón señala que la pregunta relevante entonces es, cuándo comienza el ciclo de bajas por parte del Banco Central de Chile. Asimismo, señala que en su opinión, esta pregunta no es la más relevante, pues este ciclo debe partir hoy. Indica que la pregunta más importante que cabe formular es en qué grado debiera bajar la tasa hoy, esto es, si en 25 puntos base o más que eso.

Continúa su exposición, argumentando que las últimas cifras de inflación, en especial las subyacentes, no apoyan ni hacen conveniente una decisión de bajar hoy la Tasa de Política Monetaria. Agrega que condicionar el comienzo del ciclo de baja de tasas a menores registros inflacionarios es un error, dado que una baja de la Tasa de Política Monetaria recién tendrá efecto en actividad en un año más como mínimo. Sobre lo mismo, el señor De Ramón hace presente que partir en enero o en febrero hasta tener IPC X o X1 más bajo, postergará innecesariamente la implementación de una política contracíclica que a su parecer ya es necesaria.

El Gerente de División Operaciones Financieras señala que, considerando que hoy las tasas reales de bonos soberanos en el horizonte de dos años están al 4,5%, es decir, 100 a 150 puntos base sobre su nivel de tendencia, y que los *spreads* de colocación están adicionalmente 400 puntos base más arriba, el efecto de equivocarse si ex post la decisión de bajar la Tasa de Política Monetaria sería un error que es asimétrico (y menor) del efecto de equivocarse si ex post postergar una baja sería un error.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán De Ramón fundamenta su exposición, en el hecho de que hoy es posible comenzar a bajar la Tasa de Política Monetaria y dependiendo de su magnitud, no necesariamente esta medida va a impulsar una actividad económica, dado que las tasas son hoy contractivas. Agrega que bajar la Tasa de Política Monetaria significaría hacer algo menos contractivas las condiciones crediticias, pero no expansivas.

Señala, asimismo, que justamente, la data dependencia debiera condicionar la magnitud de la baja, pero no la decisión de mantener o bajar la tasa hoy. Agrega que si en los próximos meses se vieran registros de inflación subyacentes que no han bajado lo suficiente, la respuesta de política debiera ser bajar en 25 puntos base por Reunión de Política Monetaria, sabiendo que se tiene una cuenta de ahorro por haber llevado la Tasa de Política Monetaria al 8,25%, muy por sobre sus niveles de expansividad.

Menciona que si por el contrario, la inflación cayera más rápido de lo proyectado, en los próximos meses entonces la respuesta de política para las próximas reuniones debiera ser de bajas más agresivas de 25 puntos base.

En consideración a lo anterior, el Gerente de División Operaciones Financieras estima que la discusión en relación a que si se está atrás o delante de la curva o de si una posible baja de la Tasa de Política Monetaria en el día de hoy no fuera creída por el mercado, entendiendo esto último como una respuesta nula en la curva de rendimiento, hoy no le preocupa. Manifiesta el señor De Ramón que el mercado y los agentes hace tiempo que esperan que el Banco Central de Chile reduzca la Tasa de Política Monetaria drásticamente, en los próximos meses: el BCP-5 está en 6,20% y ha caído 50 puntos base desde la última Reunión y más de 200 puntos base desde sus máximos en agosto-septiembre. Asimismo, señala que la tasa *swap* anticipa una baja de la Tasa de Política Monetaria de 175 puntos base en un año.

Finalmente, y dado lo anterior, el Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán De Ramón recomienda al Consejo reducir la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base en el día de hoy.

El Presidente señor José De Gregorio agradece al señor Gerente de División Operaciones Financieras sus comentarios, y a continuación, ofrece la palabra al Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan.

El Gerente de División Política Financiera señala que desde la última Reunión de Política Monetaria, han surgido una serie de noticias que sugieren un deterioro de las condiciones de demanda agregada en el horizonte de política relevante. Señala el señor Cowan que en primer lugar, destacan los factores externos, es decir, no hay una corrección sustancial en las variables centrales del sistema financiero internacional, los *spreads* de las tasas a las cuales están captando los bancos persisten a niveles inusualmente altos, las perspectivas crediticias recogidas por las encuestas a los principales bancos en los Estados Unidos de América sugieren condiciones hacia delante restrictivas y los mercados financieros no bancarios siguen lejos de retornar a algo similar, es decir, a una situación normal.

Agrega el señor Cowan que las condiciones a las cuales se están endeudando las empresas y bancos chilenos, siguen en una situación deteriorada respecto a lo que se percibía incluso al mes de julio de este año y claramente respecto al mismo mes del año pasado. Los *spreads* a los cuales se está endeudando la banca chilena se mantienen a niveles altos y no se nota un deterioro significativo, respecto, a las condiciones de octubre, lo que claramente constituye un *shock* de tasas internacional relevante hacia el alza. Señala también el señor Cowan, que las condiciones de demanda externa también muestran señales de deterioro más profundos y prolongados. Agrega que las proyecciones de crecimiento que mostró la Gerencia de División Estudios en la Reunión de la mañana, constituyen un buen resumen del deterioro proyectado del crecimiento mundial y, en particular, de nuestros socios comerciales. Asimismo, menciona que por el lado doméstico, y también recogiendo lo que son *shocks* negativos de la demanda agregada, en el horizonte de política, hay tres noticias que corroboran una visión más contractiva. En primer lugar, el deterioro importante en el margen de los indicadores líderes o coincidentes de la actividad del sector construcción, como indicó también la Gerencia de División Estudios; el Imacec también sorprende a la baja; y, los créditos

en particular, especialmente, el crédito de consumo muestra una desaceleración importante, incluso con una caída en términos reales. Agrega, el señor Cowan que especular expansivamente a cuánto de esta contracción crediticia corresponde a un cambio de expectativas hacia delante o cuánto a una contracción de oferta, por factores que han sido discutidos en extenso corresponde al efecto de demanda agregada neto, que es el mismo que contractivo. Continúa su exposición el señor Cowan, indicando que por el lado del *shock* crediticio, cree que las tasas de colocación y sus *spreads* de sugieren que esto no solamente es un *shock* de demanda, sino que también es factor de oferta, como mencionó el Gerente de División Operaciones Financieras en su presentación.

Por otra parte, el Gerente de División Política Financiera señor Cowan manifiesta que se observan tasas de colocación que están a 800 puntos base por sobre la Tasa de Política Monetaria, cuando lo normal son 400 puntos base, sea esto por riesgo de liquidez, por una percepción de riesgo de crédito hacia delante, y que el efecto neto es una menor demanda agregada en el horizonte de política. Agrega, que con ello la Tasa de Política Monetaria no solamente está en rango contractivo sino que las condiciones crediticias en general están en dicho rango, inusualmente severo, y del cual hay que volver a eventos del año 98 para encontrar datos similares. Asimismo, señala el señor Kevin Cowan que las condiciones de demanda externa restrictiva, las condiciones de financiamiento externo restrictivo, las noticias respecto al sistema financiero doméstico, como también la actividad doméstica, sugieren un panorama de demanda agregada en el horizonte de política deteriorado, respecto a la Reunión anterior.

Continuando con su comentario, el Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan señala que quiere agregar tres ingredientes más para la discusión. Primero, enfatizar la marcada baja real que están experimentando los salarios en los últimos meses, que se ha acelerado en el último mes. Segundo, enfatizar la pérdida sustancial de riqueza que se ha generado en el país por parte de los ahorrantes privados en sus Fondos de Pensiones. Señala el señor Cowan que datos de la Superintendencia de Pensiones dan cuenta de una pérdida de riquezas del orden de 230 mil millones de dólares. Agrega que es cierto que el efecto es indirecto, pero que efecto debe haber, y la gente efectivamente va ajustar su comportamiento de consumo y las decisiones hacia delante, teniendo en cuenta que por lo menos una parte de esa pérdida de riquezas no es claro que se vaya a revertir. Finalmente, el señor Kevin Cowan menciona una serie de aspectos que cree que son relevantes a la hora de entender la robustez de la economía chilena ante *shocks* financieros y reales como los que está mencionando. Señala, asimismo, que sobre esta materia quiere ofrecer una interpretación alternativa a la reticencia de países como México y Brasil de bajar sus tasas de interés. Hace presente, en relación a esta materia, que una interpretación es la preocupación inflacionaria, y la otra es generar con esta baja de tasas un *stock* o agravar una salida de capitales, que en algunos casos, no es solamente incipiente sino que materializado.

El Gerente de División Política Financiera comenta que la robustez de la economía chilena en términos de sustentación internacional, justamente da el espacio para tener un comportamiento de tasas que no necesariamente tiene que tomar en consideración las preocupaciones de capital *flight*. Agrega, asimismo, que no se ha visto una fuga de capitales hasta ahora, en ninguna dimensión, y también cree, como se mencionó en la mañana, que es crucial que las tasas de interés de los papeles del Banco Central de Chile y papeles públicos nominales en Chile han caído. Agrega el señor Cowan que es un hecho básicamente sin precedentes en términos de los países emergentes, incluso en países emergentes en una situación de estrechez financiera.

Señala además que el marco de política monetaria le da a Chile un espacio de hacer una política de demanda anticíclica, que es la que se debería estar implementando. Agrega el señor Kevin Cowan que, por todo lo anterior, sugiere una rebaja de tasas en esta Reunión. Sin embargo, señala que persiste la preocupación de que los efectos inflacionarios

puedan producir hacia delante una depreciación del peso y en este aspecto quiere comentar que el grueso del *pass-through* debería darse en el horizonte de un año. Ahora, considerando la inflación a un año, el grueso de este efecto ya se debería haber diluido. Indica que lo que está ilustrando, obviamente, depende en forma crucial, de la expectativa hacia delante de la inflación, el anclaje de ésta y eso a su vez de la credibilidad del Banco Central de Chile.

Señala el expositor que el *set* de información que se tiene respecto a las proyecciones futuras de inflación, sugieren que la mayoría del mercado y la gente en general, están esperando una inflación claramente en línea con la meta de política del Banco Central de Chile. Agrega que en ese sentido y con todo los *caveats* que merecen las percepciones del mercado implícito en las tasas, se está en una situación en la cual no se tienen expectativas ancladas y, por lo tanto, potenciales efectos persistentes de esta depreciación, deberían verse reducidos y en consecuencia, el grueso se ubicará en el horizonte de corto plazo y no en el de política.

El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan señala que por las razones expuestas y, teniendo en cuenta el aspecto inflacionario, la depreciación y la perfección de capacidad de ajustar a un *shock* la demanda externa, es que en esta ocasión sugiere que el ciclo de baja de tasas comience en esta Reunión.

El Presidente señor José De Gregorio agradece al Gerente de División Política Financiera sus comentarios y a continuación ofrece la palabra al señor Ministro de Hacienda.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco manifiesta que en cualquier discusión, antes de entrar en los detalles concretos, es bueno fijar una perspectiva general. Estima que esta discusión no va a ser todo lo fructífera que podría ser, si no se sitúa dentro de un marco que es extraordinario y anómalo. Comenta el señor Ministro que si alguno de los aquí presentes hace un año atrás hubiera dicho que doce meses más tarde, de los cinco bancos de *Wall Street* no iban a existir tres; que las tres automotoras de Detroit hoy día están quebradas y que los principales bancos de Europa iban a estar en manos del Estado, a esa persona probablemente se le habría invitado a salir de la Sala y se le habría dado un calmante. Pues bien, eso es exactamente lo que ocurrió y la pregunta hoy, en términos del impacto de estos eventos, le parece que la formuló muy bien el sindicalista señor Arturo Martínez en un Seminario de Enade la semana pasada. Agrega que la pregunta que él formuló se refería a cómo es que eventos tan grandes no han tenido un impacto similarmente grande en la actividad. Al respecto, comenta que la respuesta que está tentado a entregar es que ese impacto va a llegar, y sencillamente no lo ha sido aún, y la tendencia de deterioro abrupto que vemos en todos los indicadores, prácticamente en todos los países del mundo, sugiere que ese deterioro está llegando y que va a ser congruente con la magnitud de los eventos que han ocurrido, que son absoluta y totalmente anómalos y sin precedentes.

En el caso de Chile, menciona el señor Ministro que existen fortalezas y ventajas obvias que tiene nuestra economía, pero que le parece evidente que las innovaciones respecto a la información disponible en las Reuniones de Política Monetaria de unos meses atrás son de nuevo dramáticas. Comenta que no vale la pena recabar los antecedentes, ya que ello se realizó muy bien en la Reunión de la mañana, pero cree que hay un dato que lo resume todo y que consiste en una caída esperada en la demanda agregada. Señala el señor Ministro que una banda interna de 10% trimestre contra trimestre es absoluta y totalmente inédita y resulta un show de preocupaciones descomunal. Menciona que esa situación le da un marco distinto a la discusión de hoy día, en relación a otras discusiones en el pasado. Además, considera el señor Ministro que ha habido un agravante, que no es responsabilidad de nadie, sino que una respuesta endógena del sistema y es que con un alza en los *spreads* y en las primas de riesgo, endógenamente la política monetaria o al menos el costo del crédito se ha incrementado dramáticamente y por lo tanto, existe un divorcio creciente entre las señales que indica la

política monetaria o la Tasa de Política Monetaria y las señales del costo del crédito, que indican las tasas que fija el mercado.

Hace presente el señor Ministro, que lo anterior ha tenido un impacto que es el endurecimiento endógeno de la política monetaria, por lo cual las condiciones de por sí restrictivas de la economía mundial se han hecho aún mas restrictivas. Ante este escenario, el señor Ministro se pregunta qué han hecho los países que siguen metas de inflación como políticas creíbles y tipos de cambio flotante. Le parece que en los países escandinavos, en Gran Bretaña y en los países de Oceanía, entre otros, no solo han bajado agresivamente las tasas de interés, sino que las han bajado agresivamente cuando la inflación iba al alza, y cuando la inflación estaba aproximadamente al doble del nivel de la meta. Menciona que si se hace el ejercicio de graficar la Tasa de Política Monetaria de esos países y la inflación mensual, se observa que en todos ellos empezó el ciclo de baja de tasas cuando la inflación estaba en 5% o en 6%, con metas del 2% y del 3%, y con uno o más meses que aún quedaban al alza, antes de que la inflación empezara a revertirse. Por lo anterior, el señor Ministro se pregunta por qué esos países lo hicieron así. En su opinión, por una razón muy sencilla. La política óptima en las metas de inflación es *forward*, anticiparse a lo que va a venir y no reaccionar a lo que ya ocurrió, y considera que éste es el desafío para la política monetaria en Chile. Hacer una buena evaluación de lo que está por venir y reaccionar oportunamente. Estima que en este contexto, los países que siguen metas de inflación y que pertenecen al mundo industrializado son referentes más cercanos para nuestra propia decisión, que los países que siguen metas de inflación en América Latina, pues ellos tienen al menos dos tipos de restricciones que nosotros no tenemos. Primero, que tienen temores, no sabe si justificados o injustificados, pero temores importantes de fuga de capitales; y, segundo, que tienen potenciales efectos de balance que en Chile están ausentes. Comenta que es bien sabido que en México y en Brasil las depreciaciones incipientes o no tan incipientes crearon serios problemas con la imagen corporativa. En Chile, una depreciación del 20% no creó ninguno de estos problemas. Por lo tanto, indica que no se tiene la restricción de fuga de capitales ni la de balances, y que por ello se debería tener muchísima más libertad para usar la política monetaria de un modo más cercano a cómo lo hacen en los países como Australia y Suecia que se asemeja al de Brasil, Colombia o México.

Finalmente el señor Ministro concluye que por todo lo expuesto resulta absolutamente indispensable que la Política Monetaria en Chile se vuelva menos contractiva porque hoy, el incremento endógeno en torno de las tasas de mercado es efectivamente contractivo y se podría discutir si va a ser expansiva o neutra. Señala que es evidente, o al menos para él, que no debe ser contractiva, dadas las expectativas plausibles que se pueden tener de lo que ocurra hacia delante. Por lo tanto, estima que la señal que se envió hoy respecto tanto a la tasa que se fije con esta decisión de esta Reunión, como la señal que se indique respecto a la secuencia futura de tasas y, coincidiendo con el señor Vicepresidente que esto es absolutamente crucial, ambas señales son claves y el conjunto de estas señales hoy debería indicar, sin duda, que hay un cambio en la etapa o en el ciclo de política monetaria y que empieza una etapa de mayor relajación o menor restricción. Asimismo, estima que una baja de tasas hoy día sería recomendable, y si esa baja no fuera el resultado de la decisión del Consejo, le parece absolutamente imprescindible que en términos del sesgo y en términos del comunicado, se dé la señal que más allá de consideraciones de carácter de corto plazo o táctico, respecto a la oportunidad en que se baja la tasa por primera vez, el énfasis, la orientación y el sesgo de la política han variado en consideración de los eventos de los últimos treinta o sesenta días, y que por lo tanto, la respuesta endógena del mercado debería ser empezar a ajustar las tasas a la baja. Considera que esa señal se puede dar con una modificación de la Tasa de Política Monetaria y si eso no ocurre, también a su juicio, debería darse dicha señal con un comunicado que, en este caso, sea lo más claro y tajante posible respecto del sesgo y de la futura orientación.

El señor Presidente agradece los comentarios del señor Ministro y ofrece la palabra a los señores Consejeros para proceder a la votación.

El Consejero señor Sebastián Claro manifiesta que la decisión de hoy es difícil ya que se produce en un contexto donde se observa una desaceleración en la actividad, cuya magnitud se desconoce pero parece ser importante, y donde las cifras de inflación y sus perspectivas muestran que: i) la inercia de la inflación es alta, ii) los menores precios de combustibles contribuirán a un menor nivel de precios, y iii) las expectativas de inflación han caído de manera importante. Señala el Consejero señor Claro que los elementos citados precedentemente reafirman que el ciclo de alza de tasas ha terminado y que probablemente en los próximos meses sea deseable y necesario comenzar con un proceso de relajamiento monetario importante.

Indica el señor Claro que la pregunta de fondo es en qué momento y con qué velocidad debe conducirse este ajuste de política monetaria. Manifiesta que los altos grados de indexación de la economía chilena sugieren que las medidas de inflación de tendencia se mantendrán altas por varios meses antes de comenzar a mostrar señales de disminución y que la política monetaria sin embargo debería ser *forward looking*, y por lo tanto, esperar a la materialización de la menor inflación de tendencia, podría significar un retraso injustificado en el cambio de dirección. Sin embargo, comenzar el proceso de manera anticipada también tiene costos, que en opinión del señor Consejero son de dos tipos: a) La decisión no es sobre un nivel para la Tasa de Política Monetaria sino sobre toda una trayectoria. Indica que esta trayectoria no debe quedar excesivamente supeditada en su curso a los vaivenes naturales de los registros de inflación/actividad mensual y que iniciar este proceso cuando todavía existen dudas justificadas sobre la velocidad y *timing* de la menor inflación introduce el riesgo de hacer de la nueva trayectoria de política monetaria un proceso errático, con grandes costos y b) Señala el Consejero señor Claro que la conducción de la política monetaria como instrumento contracíclico debe estar restringida al compromiso con la estabilidad de precios. Lo anterior aparece como especialmente relevante, en un contexto donde la crisis internacional se produce cuando la inflación es muy alta, y donde todavía no existen indicios de un cambio en la tendencia de la inflación subyacente. Señala el Consejero señor Claro que aún sin la necesidad de tener toda la evidencia para actuar, la eficacia contracíclica de la política monetaria requiere credibilidad por parte del mercado que la trayectoria para la inflación no está en duda, de manera de afectar las tasas de interés relevantes. Estima el Consejero señor Claro que no se está hoy en condiciones de dar seguridad sobre lo señalado anteriormente.

Manifiesta el Consejero señor Claro, que es evidente que las perspectivas de menor actividad constituyen una señal clara que habrán menores presiones inflacionarias. Más allá de los efectos puntuales, no por eso menos importantes, de los menores precios de combustibles, la inflación en el mediano plazo se juega en el grado de inercia de ésta, en la evolución del tipo de cambio, y en las presiones de demanda. Indica el señor Consejero que estos determinantes sugieren sin duda que se experimentará una caída en la inflación, pero su magnitud y rapidez es desconocida. Lo anterior lo expresa debido a que si hoy se mantiene la tasa se corre el riesgo de estar detrás de la curva en la medida que nuestro criterio de decisión sea la actividad. Pero en su opinión no estamos corriendo el riesgo, o para ser exactos ese riesgo es significativamente menor, si efectivamente nuestra métrica es la inflación esperada/proyectada, y el costo de anticipar una baja en la trayectoria de tasas puede tener efectos negativos duraderos sobre la eficacia de la política monetaria.

Para el Consejero señor Claro lo señalado anteriormente es el *trade-off* central de nuestra decisión de hoy. Indica que bajar la tasa sería percibida nitidamente como una reacción, justificada sin duda, a un menor dinamismo en la actividad, pero no necesariamente como respuesta a una menor trayectoria esperada de la inflación. Le parece que es deseable esperar, y marcar claramente al mercado que la trayectoria de la política monetaria esperada por éste será validada por el Banco Central de Chile en los próximos meses, y que el *timing* y

velocidad de ese ajuste dependerá de nuestra evaluación sobre la trayectoria de la inflación y el impacto de las condiciones financieras internacionales y domésticas en ésta.

Por las razones expuestas, el Consejero señor Sebastián Claro expresa que su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria en 8.25% e incorporar un sesgo a la baja con las características antes mencionadas.

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

Señala el Consejero señor Marshall que las noticias del último mes han tendido a confirmar e intensificar las debilidades y riesgos del escenario macro delineado al momento de efectuar la actualización de nuestras proyecciones en el mes de noviembre pasado.

Indica que en el frente externo, los deterioros se han profundizado. Los mercados financieros, si bien han dado algunas señales de alivio, permanecen prácticamente todos en niveles estresados. Las condiciones crediticias siguen siendo muy restrictivas e incluso se han vuelto a endurecer en lo más reciente. Señala que en materia de actividad, el panorama es sombrío. Las cifras dan cuenta en lo más reciente de una contracción en las economías avanzadas y de una significativa desaceleración en las economías emergentes. En tanto, las proyecciones de crecimiento para el próximo año se han ajustado nuevamente a la baja en forma generalizada y congruente con ello, los precios de las materias primas han vuelto a caer, desde los bajos niveles en los que se encontraban. Señala que en este cuadro poco alentador, la buena noticia es que las presiones inflacionarias a nivel mundial se han reducido significativamente, lo que ha sido reconocido por los mercados en la formulación de sus expectativas de inflación.

Agrega a ello el Consejero señor Marshall que la incertidumbre respecto de la evolución de la economía mundial sigue siendo muy alta. La crisis financiera no concluye y por tanto resulta difícil definir con precisión todos sus efectos y alcances. Al mismo tiempo, señala que existen dudas sobre la intensidad y duración de la recesión en las economías avanzadas y sobre sus efectos finales sobre las economías emergentes. Indica que un punto de particular preocupación es la interacción entre crisis financiera y recesión y la eventual composición de efectos adversos. En todo caso, los riesgos están claramente sesgados en un sentido negativo.

Hace presente el Consejero señor Enrique Marshall que en el frente interno, el mercado monetario ha mostrado una tendencia hacia la normalización. La tensión observada en septiembre y octubre se ha disipado en una medida importante., lo que indicaría que las condiciones objetivas bajo las cuales se desenvuelve nuestro sistema bancario no son comparables a las que prevalecen en los mercados donde se ubica el epicentro de esta crisis. Sin perjuicio de lo anterior, señala el señor Consejero que las condiciones crediticias internas han permanecido en niveles restrictivos. Las tasas de interés subieron bruscamente cuando se desencadenaron las tensiones de liquidez, y se han consolidado en niveles más altos que los prevalecientes hasta agosto pasado, lo que reflejaría no sólo una preocupación de los bancos por el costo y el acceso a su financiamiento, sino principalmente su percepción de un mayor riesgo de crédito entre sus clientes, dado que se anticipa una significativa desaceleración de la actividad y el empleo para los próximos trimestres. Hace presente que el crédito no parece afectado solo por el lado de la oferta, ya que existen indicios de que la demanda también se ha resentido, lo cual es congruente con el deterioro de las expectativas de los agentes económicas, fenómeno del que dan cuenta las encuestas especializadas, tanto para personas como para empresas.

Comenta el Consejero señor Marshall que el resultado práctico de todo lo expuesto debería ser una desaceleración de los agregados de créditos, bastante más intensa y

generalizada que la observada en el curso del último tiempo, con sus consiguientes efectos sobre la demanda y la actividad. Lo anterior ya lo sugieren las cifras más recientes en materia de colocaciones, especialmente cuando se consideran tasas de variación real. Indica que las cifras de demanda y actividad muestran un menor dinamismo que el anticipado en meses anteriores. Agrega que el IMACEC de octubre sorprendió a la baja, mientras, el mercado ha vuelto a reducir sus proyecciones de crecimiento para el próximo año.

A pesar de lo expuesto, manifiesta el Consejero señor Marshall que el mercado laboral no refleja, por el momento, esa mayor debilidad de la actividad interna. Indica que lo más probable, es que el empleo se vea afectado con algún rezago y que ello se haga sentir en el curso del próximo año.

Señala que el registro mensual de inflación de noviembre marcó un quiebre respecto de lo observado en meses anteriores, lo que se explica en medida importante por la caída en el precio de los combustibles. Sin embargo, comenta el señor Consejero que el diagnóstico en materia inflacionaria presenta complejidades. Por un lado, la inflación pasada es alta y persiste algún grado de inercia en el tiempo, entre otras cosas, debido a la existencia de mecanismos de indexación bastante enraizados. Todo ello hace que muchas de las medidas e indicadores de inflación no muestren ni anticipen cambios significativos en el corto plazo. Señala que el diagnóstico cambia al considerar las proyecciones y las expectativas de inflación para el mediano plazo, ya que éstas últimas se han ajustado significativamente a la baja y, en la actualidad, dan cuenta de un claro cambio de tendencia en el horizonte de 12 y 24 meses, que son los pertinentes para la política monetaria. Tanto es así, que las expectativas de los analistas para el plazo de 2 años, por primera vez en varios meses, se han ubicado nuevamente en torno a la meta. En todo caso, comenta el Consejero señor Marshall que para efectos de nuestro diagnóstico de la dinámica inflacionaria sigue siendo clave el comportamiento de las remuneraciones, las que hasta ahora, siguen creciendo a tasas inferiores a la inflación y por tanto no parecen estar generando presiones adicionales.

El Consejero señor Enrique Marshall agrega que congruente con proyecciones más bajas de crecimiento e inflación, el mercado ha ajustado también sus expectativas para la Tasa de Política Monetaria. Indica que ya no parece en discusión que el próximo movimiento será a la baja y se anticipa que éste podría ocurrir antes de lo previsto con anterioridad. La encuesta para analistas sugiere que el ajuste acumulado hasta el mes de febrero alcanzaría a los 50 puntos base. En este contexto, le parece bastante claro al señor Consejero que la política monetaria debe iniciar prontamente un proceso gradual de ajuste o normalización y que ello debe ser comunicado al mercado.

Manifiesta el Consejero señor Marshall que el endurecimiento de las condiciones crediticias; el deterioro de las expectativas de los agentes económicos; la fuerte desaceleración de la actividad proyectada para los próximos trimestres y el ajuste en las expectativas de inflación, son antecedentes suficientemente contundentes para apoyar esta acción de política.

En la práctica, señala que el cambio de escenario ha conducido a un endurecimiento de la política monetaria, para un mismo nivel de Tasa de Política Monetaria nominal. La tasa real y, particularmente, la tasa real enfrentada por los agentes económicos, ha subido en forma importante, en circunstancias que las condiciones macro se han deteriorado y la tasa neutral de corto plazo bien puede estar sintiendo los efectos de este ciclo económico adverso. Indica que todo ello refuerza la conveniencia de proceder a una cierta normalización de la política monetaria.

Admite el Consejero señor Marshall que la decisión de introducir un ajuste se podría postergar por algún tiempo breve, si se introduce un sesgo que anticipe la dirección de los próximos movimientos, pero se inclina por hacerlo de inmediato, ya que generaría mayor certidumbre y contribuiría a facilitar el proceso de ajuste financiero y real que debe tener lugar

de todas formas. Además, señala que como sería una rebaja de 25 puntos base, ello indicaría que el cuadro macro sigue siendo complejo y que la política monetaria se revisará con prudencia evaluando cuidadosamente los antecedentes que se vayan conociendo.

En contraposición a la opción de un ajuste próximo o inmediato, manifiesta el señor Consejero que podría argumentarse que no se debe emprender ni anticipar ninguna acción de política, mientras no se observen avances efectivos en materia de inflación. Sin embargo, como estos avances pueden ser modestos en los próximos meses, este planteamiento podría conducir a postergar una decisión de política más allá de lo razonable, lo que conlleva el riesgo de quedar atrás de los acontecimientos y forzar a realizar a destiempo ajustes abruptos, que terminen generando costos más altos.

En consecuencia, por las razones expuestas, el Consejero señor Enrique Marshall indica que vota por bajar la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base para dejarla en un nivel de 8% anual. Junto con ello indica que se inclina por consignar un sesgo a la baja en la orientación de la política monetaria.

El Consejero señor Manuel Marfán agradece el análisis efectuado por el *staff*.

Respecto de la Minuta de Opciones, hace suyo el listado de los antecedentes relevantes a considerar desde la anterior Reunión, contenidos en el párrafo dos de la misma, a la que agregaría tres elementos importantes que no se han señalado con énfasis suficiente.

En primer lugar, la evidencia reciente respecto a la economía mundial muestra que las economías emergentes están más acopladas al ciclo de las desarrolladas que lo que se suponía y, eso es un elemento que es particularmente preocupante dadas las recientes cifras del comercio exterior en China .

En segundo lugar, el tipo de cambio continúa reflejando un desalineamiento relevante respecto de los fundamentos de largo plazo en la economía chilena. Indica que no cree que ese nivel actual de tipo de cambio esté reflejando una situación de equilibrio que converja hacia algo razonable.

En tercer término, aunque falta evidencia adicional, la que ya existe tiende a mostrar un cambio brusco y abrupto en la demanda interna. Le parece que no es posible, con la información de que se dispone, desagregar ese cambio entre variación de inventario y cuánto sería ésta en el resto de la demanda interna.

Respecto de la decisión que tenemos que tomar hoy día, los argumentos que normalmente uno tiene para un buen decidir tienen que ver con la brecha entre inflación proyectada e inflación meta. Al respecto, tanto la inflación proyectada como la inflación esperada de acuerdo a la encuesta de expectativas económicas, por primera vez en varios meses tienden a coincidir con la inflación meta dentro del horizonte de política. Por otra parte, la brecha de PIB aparentemente se está cerrando a una velocidad mucho mayor que la esperada. Por lo tanto, señala que considerando solamente estos dos argumentos, que son argumentos estándares y tradicionales del régimen de política económica que aplica, deberíamos movernos con rapidez hacia una instancia monetaria neutral, dado que la tasa de interés actualmente está muy por sobre la neutral, apunta claramente a bajas rápidas y bruscas en la Tasa de Política Monetaria. Agrega, que pensado en reducciones de 50 puntos base o más, no con la justificación que tienen muchas de las economías desarrolladas de provocar un estímulo, sino que más bien de eliminar un sesgo contractivo que tiene actualmente la política monetaria, cuyo sentido es totalmente distinto.

Sin embargo, estima que ese tipo de razonamiento normalmente se basa en una economía que está en una trayectoria hacia un equilibrio estacionario y el rol que cumple la política monetaria es tratar de acelerar esa trayectoria.

Plantea el Consejero señor Manuel Marfán, que varias veces ha justificado votos en anteriores Reuniones de Política Monetaria que difieren de lo que sería el status quo teórico, por la existencia de variables que están desalineadas de su equilibrio estacionario, que están fuera de lo que sería el marco teórico que normalmente considere, y que en este caso corresponde particularmente al tipo de cambio.

A su juicio hay una razón adicional a la que está señalada en la Minuta de antecedentes respecto a lo que puede estar explicando el nivel de depreciación del peso chileno y es una demanda por liquidez en moneda extranjera, que en este caso es el dólar y que ha estado provocando, por lo demás, una apreciación del dólar norteamericano prácticamente en todas las economías del mundo. Señala, que ese nivel de tipo de cambio claramente no es consistente ni compatible con un equilibrio estacionario de largo plazo, y no elementos que tiendan a mover las paridades cambiarias hoy en día hacia ese equilibrio estacionario. Agrega, que cuando esto ha ocurrido, en coyunturas muy lejanas, históricamente anteriores, normalmente la variable de ajuste es la inflación, presiones inflacionarias en las economías que están sobredepreciadas y presiones deflacionarias en las economías que están sobreapreciadas, y cree que esa no es la forma normal y natural de acercarse al equilibrio.

Por lo tanto, estima que es particularmente complejo tomar una decisión en materia de política económica cuando exista algún desequilibrio complejo y complicado, en alguna variable tan relevante ya que implicaría tomar una decisión que tienda a agravar aún más ese desequilibrio. Así como antes le pareció que la política monetaria debiera complementarse con la política cambiaria, en su opinión en esta oportunidad también esa es una combinación que no debiera descartarse. Solicita que este último comentario no se incluya en la Minuta respectiva.

Menciona que mientras exista ese desequilibrio, que cuando permanece más allá de lo debido tiende a corregirse con sobreajustes que son muy costosos y mientras persista estima que no es conveniente tomar decisiones de manera que tiendan a exacerbarlo aún más. Por lo tanto, aún cuando todo el bagaje de información bajo una situación normal apuntaría a una baja muy brusca y abrupta de la Tasa de Política Monetaria, en esta oportunidad, estima que lo más conveniente es iniciar el ciclo de reducciones de la tasa de interés, una vez que los precios relativos estén alineados en una trayectoria que converja a un equilibrio a largo plazo con fundamentos. En razón de lo expuesto el Consejero señor Manuel Marfán señala, que su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria en esta ocasión, en su nivel actual.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux manifiesta que en la Reunión de Política Monetaria de octubre de 2008, el Banco Central de Chile optó por mantener inalterada la Tasa de Política Monetaria, luego de una evaluación de la Gerencia de División Estudios acerca del impacto contractivo que tendría el nuevo escenario externo y su repercusión sobre las condiciones crediticias internas, las que mostraban un estrechamiento.

Dicho ejercicio, que dio lugar a una actualización de las proyecciones del *IPoM* de Septiembre, planteaba que la trayectoria de la Tasa d Política Monetaria necesaria para garantizar la convergencia de la inflación a la meta de 3% contemplaba mantener plana la dicha Tasa por algunos meses, para luego, en la medida que se materializaran condiciones favorables para una caída de la inflación, esencialmente expectativas ancladas y mayores holguras de capacidad, proceder a un rápido ajuste hacia tasas neutrales a lo largo del año 2009. Indica el señor Vicepresidente que la elaboración del *IPoM* de Enero de 2009, proporciona una oportunidad ideal para revisar este escenario y corregir dicho curso, en caso de ser necesario.

Sin embargo, señala el Vicepresidente señor Desormeaux que desde el 14 de noviembre de 2008, fecha de la actualización del *IPoM*, han tenido lugar una serie de desarrollos que obligan a reevaluar dicha decisión.

En primer lugar, el escenario internacional ha seguido deteriorándose, pese a que las tensiones en los mercados interbancarios se han atenuado. Las proyecciones de crecimiento del mundo desarrollado se han corregido drásticamente a la baja en menos de 30 días, a medida que las consecuencias de la crisis financiera sobre el sector real comienzan a ser evidentes. Señala que tan preocupante como lo anterior, es el hecho que los países emergentes que lideraron el crecimiento de la última década comienzan a observar una preocupante pérdida de dinamismo. Indica que todo ello ha repercutido en nuevos ajustes en los mercados accionarios, los precios de los *commodities* y las paridades cambiarias.

En el plano interno, manifiesta el señor Vicepresidente que si bien los mercados financieros siguen mostrando normalidad a plazos cortos y *spreads* algo más elevados a plazos largos, las cifras de actividad y demanda interna muestran un impacto algo mayor al previsto en la actualización de proyecciones de un mes atrás. Por otra parte, la inflación de noviembre fue superior a lo anticipado, y los diferentes indicadores de inflación de tendencia muestran un aumento en sus tasas de variación anual. En contrapunto con lo anterior, indica que las medidas de expectativas de inflación se ajustaron a la baja, ubicándose la expectativa a 24 meses de la EEE por primera vez en el año, en 3%. En suma, comenta el Vicepresidente señor Desormeaux el escenario interno contempla más inflación subyacente de la anticipada, y una ampliación de holguras de capacidad algo mayor que lo previsto en la actualización del *IPoM*.

Manifiesta el señor Vicepresidente que esta realidad torna particularmente compleja la decisión de hoy. Si se opta por anticipar el ciclo de relajamiento monetario, con el fin de hacerse cargo del deterioro del sector real, suponiendo que los mayores registros inflacionarios serán neutralizados por las fuerzas desinflacionarias, el Banco se expone a un error de tipo 2 muy complejo para un banco central, si las presiones inflacionarias resultan más persistentes de lo estimado, lo que podría obligar en el futuro a abortar el relajamiento monetario por algunos meses o a una costosa reversión de política.

Por otro lado, señala el Vicepresidente señor Desormeaux que de optarse por la mantención de la Tasa de Política Monetaria, el riesgo es que el sector real siga deteriorándose en los próximos 30 días y que el Banco Central de Chile sea percibido como estando "detrás de la curva" y fuera de sintonía con la realidad el país. A ello se agrega el hecho de que se retrasaría por algún tiempo el inicio de una política contracíclica.

Indica el señor Vicepresidente que concuerda con la Gerencia de División Estudios en el sentido que cualquiera sea la decisión que se adopte, el Comunicado debe incluir un sesgo que indique que la trayectoria futura más probable de la política monetaria será la de un relajamiento, considerando los dos tipos de riesgos involucrados.

Manifiesta que su preferencia para esta Reunión es por mantener inalterada la Tasa de Política Monetaria y esperar los 30 días que faltan hasta la Reunión de Política Monetaria de enero de 2009, para iniciar el proceso de relajamiento monetario. Ello, con el beneficio de la elaboración de un nuevo *IPoM*, el que brindará una evaluación actualizada de los efectos de la crisis internacional sobre el sector real y sus consecuencias sobre la inflación proyectada. La incorporación de un sesgo explícito en el comunicado sin duda tendrá consecuencias sobre la evolución esperada de la Tasa de Política Monetaria futura, efecto que puede ser tan significativo como un recorte de la tasa misma.

Por otra parte, señala el Vicepresidente señor Desormeaux que la mantención de la tasa transmitirá un mensaje que considera necesario, después de un largo período de

expectativas alejadas de la meta, y es que el Banco Central de Chile cumplirá con su mandato de llevar la inflación de vuelta al 3%, a pesar de las dificultades. Considera el señor Vicepresidente que si este mensaje es internalizado, especialmente por los analistas que en el pasado han puesto en duda nuestra determinación en el plano inflacionario, la eficacia posterior de la política monetaria como herramienta contracíclica se verá realzada.

En consecuencia, el Vicepresidente señor Jorge Desormeaux vota por la mantención de la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual, de 8,25% anual, incorporando un sesgo a la baja en el Comunicado.

El Presidente señor José De Gregorio comenta que las noticias en materia de actividad e inflación han evolucionado con algunas diferencias a lo previsto en nuestra actualización del escenario base del *IPoM* realizada unas semanas atrás. Indica que se espera una desaceleración del crecimiento el año 2009 y una convergencia algo más rápida de la inflación al rango de tolerancia en torno a la meta. Señala que en todo caso, las cifras en el margen, tienen un sesgo a la baja en la actividad.

Manifiesta el señor Presidente que la situación inflacionaria sigue siendo compleja. En primer lugar, se está aún con la inflación muy por encima de la meta, lo que no permite descartar que la convergencia se haga algo más lenta producto de la mayor propagación vista algunos meses atrás. En segundo lugar, el tipo de cambio se ha depreciado a niveles que impiden una caída más acelerada y continua de la inflación. Señala que en este ámbito la incertidumbre es significativa, tanto en la dirección de movimientos futuros como en sus implicancias inflacionarias, lo cual ha ocurrido hasta ahora, pues la depreciación del peso no ha impedido las menores presiones inflacionarias provenientes de la severa caída del precio de los *commodities*.

Junto a lo anterior, indica el Presidente señor De Gregorio que igualmente hay razones importantes que permiten poner más peso en un escenario de consolidación de menores registros de inflación y un panorama mucho más benigno. Indica que el aumento de las holguras de capacidad debería reducir las presiones inflacionarias, a lo que se debe sumar la caída en pesos de los precios de los *commodities*, algo mayor a la supuesta en la actualización del *IPoM* y el realineamiento de las expectativas inflacionarias con la meta.

Por lo tanto, la decisión de hoy está marcada por la adecuada ponderación de los escenarios de riesgo y por la necesidad de tener una estrategia de política monetaria que, en el contexto de una caída de la inflación, mitigue los costos de la crisis internacional por la vía de una Política Monetaria contracíclica. Señala que para ello es esencial tener una visión que mire a las perspectivas inflacionarias más allá de los datos mes a mes.

Señala el señor Presidente que teniendo en cuenta los riesgos, a su juicio, es necesario abrir espacios a un impulso monetario que evite la incubación de brechas excesivas para el logro de la meta en el horizonte de política. Recuerda que en el escenario de septiembre se contemplaba un crecimiento en torno a un 4% para el año 2009 con una Tasa de Política Monetaria llegando algo arriba de 9% y una gradual declinación de la inflación en un escenario de estabilidad de los precios internacionales del petróleo y alimentos. Indica que hoy, sin embargo, la desaceleración será mayor y la convergencia de la inflación más persistente, en un escenario donde la Tasa de Política Monetaria cae y los riesgos son a una menor inflación. Por lo tanto, en el horizonte más cercano se debe aumentar el impulso monetario por la vía de una reducción de la Tasa de Política Monetaria. Comenta el señor Presidente que no descartaría que esta reducción de tasas no sea muy distinta del alza realizada hace pocos meses atrás, cuando el Banco Central de Chile fue sorprendido por elevados registros de inflación.

Indica el Presidente señor José De Gregorio que lo clave es el *timing* y la magnitud del ajuste. Una relajación con poca convicción y evidencia aún no definitiva solo limitará el poder expansivo de la política monetaria. Señala que se podría bajar la tasa hoy en 25 puntos base, una opción perfectamente válida, aunque a su juicio lo más importante hoy no es nivel en que quede la Tasa de Política Monetaria después de esta Reunión sino que la señal de política para los siguientes meses. Es por ello que le parece al señor Presidente de primera importancia anunciar un sesgo a la baja, el cual debería dar claramente una señal que viene un proceso de relajación, el cual, para ser iniciado debe recoger un poco más de información y por lo tanto se puede mantener la Tasa de Política Monetaria hoy. Cree que una mejor opción es mantener la Tasa de Política Monetaria que bajarla 25 o incluso 50 puntos base, sin un claro mensaje en la dirección más probable. Como se indica en la Minuta de Opciones un inicio de relajamiento abortado puede ser muy negativo y debilitar la capacidad de estímulo de la política monetaria. Señala que en la actual coyuntura, tal vez la más compleja que este Banco Central haya atravesado desde que se inició la autonomía, es necesario dar información acerca de la evaluación de la situación actual así como del posible curso de acción en política monetaria. Indica que lo que hoy se requiere es transmitir que se está muy conscientes de la gravedad de la actual coyuntura económica y del compromiso de guiar la política monetaria para retomar la estabilidad de precios, algo esencial para la efectividad de una política monetaria contracíclica.

Efectivamente, dados los riesgos que hoy se corren se puede postergar una baja que podría ser justificada, lo cual puede requerir más agresividad en el futuro, pero para ello se debe transitar sobre pasos muy seguros en materia inflacionaria. Las perspectivas inflacionarias son lo que guía la política monetaria para garantizar la estabilidad macroeconómica, en particular cuando las presiones inflacionarias vienen por una ampliación de brechas y *shocks* externos deflacionarios. Señala el señor Presidente que por lo anterior, y en una decisión en la que la opción de bajar como de mantener son muy similares, es que prefiere mantener la tasa con un sesgo muy claro que lo más probable, es que se entre en un ciclo de relajación monetaria, lo que da además la posibilidad de calibrar con más seguridad el impulso monetario en el contexto de la preparación de nuestro próximo *IPoM*.

Por las razones expuestas, el Presidente señor José De Gregorio vota por mantener la Tasa de Política Monetaria y ser muy claro en un sesgo a la baja en el Comunicado.

Como consecuencia del resultado de la votación, el señor Presidente consulta al Consejero señor Enrique Marshall si estima del caso sumar su voto al de la mayoría de los Consejeros. El Consejero señor Marshall señala que ha reflexionado sobre esta posibilidad y señala que prefiere mantener su voto, ya que éste da cuenta del tenor de la discusión que ha tenido lugar, también de los matices que se han planteado y, además en lo personal, queda mas tranquilo por reflejar su posición que ha mantenido. Por tanto, estima el Consejero señor Marshall que en este caso, un voto de mayoría es lo suficientemente claro, contundente y no compromete las bases institucionales.

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

132-01-081211 – 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 8,25% anual.

BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión Nº 132
Política Monetaria
11.12.2008 35.

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 8,25% anual.

Esta decisión es congruente con la actualización del escenario base del último IPoM que realizó el Consejo, debido al drástico cambio observado en el escenario global y su impacto sobre la inflación proyectada.

En el ámbito externo, el acceso al crédito y los precios de los activos siguen reflejando altas tensiones. Los datos más recientes confirman una desaceleración significativa de la economía global. Los precios de los productos básicos, en particular los del cobre y el petróleo, han vuelto a caer.

En el plano interno, la información disponible para los componentes importados de la demanda interna muestra niveles menores a los previstos, mientras la actividad se mantiene en una trayectoria de desaceleración. El desempleo continúa estable y persisten condiciones crediticias estrechas.

En noviembre, debido al menor precio de los combustibles, la inflación mensual fue negativa, pero las distintas medidas de inflación subyacente siguen elevadas. Por su parte, el peso se ha depreciado, mientras que la dinámica salarial sigue ajustada a patrones históricos y las expectativas de inflación de mediano plazo se han reducido.

El Consejo estima que, en el escenario más probable, se iniciará un proceso de relajamiento monetario, cuyo ritmo dependerá de las perspectivas para la inflación. Con ello, el Consejo reafirma su compromiso de conducir la política monetaria de manera de reducir la elevada inflación actual hacia 3% en el horizonte de política."

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 18:10 horas.

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Vicepresidente

JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Presidente

ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero

MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero

SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero

ANDRÉS VELASCO BRAÑES
Ministro de Hacienda

MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe