



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 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 Nacur 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.

42 4



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 caída 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



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 segunda 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



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 127
Política Monetaria
04.09.2008 6.-

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 127
Política Monetaria
04.09.2008 7.-

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.

4



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 la publicación de los datos del IMACEC, el Consejero señor Manuel Marfán consulta qué productos comprende la industria de no transables.

4



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



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 127
Política Monetaria
04.09.2008 11.-

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 cociente dividido por L es muy extraño. En consecuencia, señala que si ese cociente 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.

4



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 apreciaba 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

W



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 127
Política Monetaria
04.09.2008 13.-

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 N° 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.

4



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

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 127
Política Monetaria
04.09.2008 15.-

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.

24



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 127
Política Monetaria
04.09.2008 16.-

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 señalar 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 señalar 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.

4



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

4



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 parecería 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.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 127
Política Monetaria
04.09.2008 19.-

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 economía. 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 últimas 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 economía 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.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 127
Política Monetaria
04.09.2008 20.-

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

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 127
Política Monetaria
04.09.2008 22.-

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 hacer 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.

4



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 espaciales 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

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 127
Política Monetaria
04.09.2008 24.-

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.

24



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 127
Política Monetaria
04.09.2008 25.-

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.

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 127
Política Monetaria
04.09.2008 26.-

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.”

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 127
Política Monetaria
04.09.2008 27.-

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

✓ 49