



## BANCO CENTRAL DE CHILE

### ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 117 celebrada el 10 de enero de 2008

---

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

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

Asisten también:

Gerente General, don Alejandro Zurbuchen Silva;  
Subgerente General, don Leonardo Hernández Tagle;  
Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldívar;  
Gerente de División Estudios, don Pablo García Silva;  
Gerente de División Política Financiera, don Kevin Cowan Logan;  
Gerente de Mercados Financieros Nacionales, don Beltrán De Ramón Acevedo;  
Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;  
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Igal Magendzo Weinberger;  
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;  
Gerente de Información e Investigación Estadística, don Ricardo Vicuña Poblete;  
Gerente Asesor de Comunicaciones, don Luis Alberto Álvarez Vallejos;  
Economista Senior, don Enrique Orellana Cifuentes;  
Economista Senior, doña Erika Arraño González; y  
Secretario General, don Jorge Court Larenas.

El Presidente señor José De Gregorio indica que la fecha de la Sesión de Política Monetaria del mes de julio la dará a conocer en la Reunión de la tarde.

El Presidente señor José De Gregorio ofrece la palabra al Gerente de Análisis Internacional don Sergio Lehmann Beresi, para que inicie su exposición de la parte internacional.

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

gr 4



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

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

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

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

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

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

4



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

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

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

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

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

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

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

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

W



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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

4



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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

H



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 117  
Política Monetaria  
10.01.2008

9.-

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

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

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

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

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

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 117  
Política Monetaria  
10.01.2008 10.-

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

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

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

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

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

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

pa hp



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 117  
Política Monetaria  
10.01.2008 11.-

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

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

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

El Presidente, señor José De Gregorio, suspende la Sesión a las 13.40 horas e informa que la misma se reanudará a las 16:00 horas.

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 117.

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

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

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

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

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

4



- Frente a las turbulencias financieras recientes, el consumo en Estados Unidos de América hasta ahora se ha ajustado solo moderadamente, y se espera que su crecimiento se reduzca más marcadamente a futuro.
- Los precios de los *commodities* siguen altos, entre los que destacan el precio del petróleo que se ubica en casi US\$ 100 el barril y el del cobre, que se ha sostenido nuevamente por sobre los US\$ 3 la libra.
- Los principales mercados bursátiles han mostrado correcciones relevantes en el curso de las últimas semanas.
- Las tensiones financieras en los mercados interbancarios globales no se han acentuado. El riesgo de iliquidez de fin de año se evitó con las intervenciones anticipadas y coordinadas de los bancos centrales de los principales países desarrollados.
- La preocupación por una desaceleración más pronunciada de lo anticipado en el crecimiento de Estados Unidos de América ha fortalecido las expectativas de relajamientos adicionales en la política monetaria de esa economía. De hecho, las tasas de interés de largo plazo, especialmente en Estados Unidos de América, han caído de manera significativa.
- Este escenario se ha configurado a pesar que la inflación en el mundo continúa siendo motivo de preocupación, con sorpresas inflacionarias recientes en muchas economías desarrolladas y emergentes.
- En Chile, las principales novedades han sido una muy significativa sorpresa inflacionaria y un ritmo de actividad económica algo superior a lo esperado.
- Con esto, la estructura de tasas en pesos y en UF se ha alterado de manera importante en los últimos días, con trayectorias implícitas *forward* para la inflación y la Tasa de Política Monetaria superiores a las observadas hace un mes. Otros indicadores de expectativas privadas han reaccionado de forma más tenue. El peso ha mostrado una apreciación relevante en los días recientes.

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

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

-4



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

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

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

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

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

-h



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 117  
Política Monetaria  
10.01.2008 14.-

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

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

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

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

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

h



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 117  
Política Monetaria  
10.01.2008 15.-

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

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

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

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

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

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

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

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

24



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 117  
Política Monetaria  
10.01.2008 16.-

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

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

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

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

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

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

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión Nº 117  
Política Monetaria  
10.01.2008 17.-

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

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

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

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

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

g h



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

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

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

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

Menciona el señor Consejero que las noticias acumuladas en el curso del último mes han reafirmado la complejidad del cuadro que se enfrenta. Indica que si bien se enfrenta esta Reunión al término de un ejercicio completo de proyecciones en la preparación del *IPoM*, los grados de incertidumbre que permanecen son elevados.

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

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

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

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

Handwritten signature and initials in blue ink.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 117  
Política Monetaria  
10.01.2008 19.-

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

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

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

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

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

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

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

ja h



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 117  
Política Monetaria  
10.01.2008 20.-

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

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

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

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

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

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

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 117  
Política Monetaria  
10.01.2008 21.-

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

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

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

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

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

4



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

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

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

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

H



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 117  
Política Monetaria  
10.01.2008 23.-

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

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

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

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

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

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

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

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 117  
Política Monetaria  
10.01.2008 24.-

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

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

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

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

117-01-080110 – Tasa de Política Monetaria.

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

Comunicado

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

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

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

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

ja-h



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 117  
Política Monetaria  
10.01.2008 25.-

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

El Consejo estima oportuno señalar que, si bien la trayectoria futura de la TPM dependerá de la nueva información que se acumule y de sus implicancias sobre la inflación proyectada, pueden ser necesarios ajustes adicionales de forma de asegurar la convergencia de la inflación a la meta. De particular importancia para esto será el desarrollo del escenario internacional, la evolución de las brechas de capacidad y la eventual propagación de los recientes *shocks* inflacionarios a otros precios."

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

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ  
Vicepresidente

JOSÉ DE GREGORIO REBECO  
Presidente

ENRIQUE MARSHALL RIVERA  
Consejero

MANUEL MARFÁN LEWIS  
Consejero

SEBASTIÁN CLARO EDWARDS  
Consejero

ANDRÉS VELASCO BRAÑES  
Ministro de Hacienda

JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR  
Ministro de Fe

ja 4