



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 125 celebrada el 10 de julio de 2008

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

Ministro de Hacienda, don Andrés Velasco Brañes.

Asisten también:

Gerente General, don Alejandro Zurbuchen Silva;
Subgerente General, don Leonardo Hernández Tagle;
Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldívar;
Gerente de División Estudios, don Pablo García Silva;
Gerente de División Operaciones Financieras, don Beltrán De Ramón Acevedo;
Gerente de División Estadísticas, don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente de División Política Financiera Subrogante,
don José Manuel Garrido Bouzo;
Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Claudio Soto Gamboa;
Gerente de Mercados Financieros Nacionales, don Matías Bernier Bórquez;
Gerente Asesor de Comunicaciones, don Luis Alberto Álvarez Vallejos;
Asesor del Ministro de Hacienda, don Luis Felipe Céspedes Cifuentes;
Economista Senior, don Enrique Orellana Cifuentes;
Economista Senior, doña Erika Arraño González;
Secretario General, don Jorge Court Larenas.

El Presidente señor José De Gregorio señala que asiste especialmente invitado el Gerente de Estabilidad Financiera, señor Rodrigo Cifuentes Santander.

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

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann Beresi señala que respecto al escenario internacional, los puntos destacados para esta Reunión son, en primer lugar, que la actividad en las economías desarrolladas muestra nuevos signos de debilidad en el contexto de mercados financieros que vuelven a presentar una elevada incertidumbre. Menciona el señor Gerente que aumenta la preocupación por la inflación, pero que sin embargo, los riesgos de una menor actividad han predominado en las expectativas de menores alzas de Tasa de Política Monetaria en dichas economías. Acorde con lo anterior, mostrando vaivenes pronunciados en el mes, las tasas de largo plazo retroceden de forma significativa, especialmente en Estados Unidos de América y, en términos destacados, los precios de los *commodities* se han elevado, no obstante, presentan una reversión parcial en los últimos días. Señala el señor Lehmann que en Estados Unidos de América, el consumo personal en el dato marginal se ha recuperado, sin embargo, ha sido fundamentalmente como respuesta al

EL



estímulo fiscal. Comenta el señor Gerente que el gráfico que exhibe muestra los montos acumulados de devolución de impuesto que, como se aprecia, son significativos, 80 billones de dólares, que en términos de consumo de un mes representa aproximadamente un 10%. Menciona que esta situación se ha repetido por algunos meses, en tanto, parte del rebote del consumo que se muestra en el último mes, responde en gran medida a una importante fracción de esta devolución de impuesto que fue consumida, más menos 40% o 50% según algunas estimaciones. Sin embargo, agrega que persisten los riesgos de una desaceleración del consumo.

Agrega el señor Gerente que en términos históricos, se muestra una muy alta correlación con la confianza de consumidores y se tendería a esperar una desaceleración en línea, por lo que se ha observado históricamente, una diferenciación adicional en el consumo, más aún considerando que gran parte de lo que se iba a entregar en materia de estímulo fiscal ya se ha hecho. La riqueza de hogares, también en línea con los riesgos asociados a consumo, ha tendido a caer. Señala que en la gráfica se hace un distingo entre la riqueza financiera, que está asociada fundamentalmente a bolsas y a otros instrumentos, y la riqueza inmobiliaria, que ha mostrado una reducción importante durante los últimos meses.

En tanto, señala el señor Gerente que el mercado laboral acentúa su debilidad y las solicitudes de desempleo han tendido a aumentar, al igual que la tasa de desempleo. No obstante que en el último mes se mantiene estable, hay claramente una tendencia hacia una debilidad en el mercado laboral. La creación de empleo ha mostrado cifras negativas durante varios meses, lo cual va en línea con lo que se señalaba en términos de debilidad en el mercado.

Indica el señor Gerente que la demanda externa en el margen ha contribuido a sostener en algún grado la producción industrial. Indica que la gráfica que se exhibe muestra la evolución que ha tenido la producción industrial, que es claramente una desaceleración. No obstante, el último dato del ISM Manufacturero mostró una sorpresa positiva en el sentido que ya se ubicó en esa oportunidad en el pivó 50. Agrega el señor Lehmann que un componente importante del ISM Manufacturero está asociado con las órdenes de exportación que muestran en los últimos meses una tendencia más bien positiva, lo que está en línea con las exportaciones de bienes manufactureros de Estados Unidos de América. Por tanto, señala el señor Lehmann que se trata de un elemento que está ayudando a sostener la producción industrial en ese país.

Menciona el señor Gerente que en la Zona Euro las expectativas de crecimiento se han debilitado por sobre lo previsto. Indica que el *Euro Coin* ha tenido desde hace un buen rato una tendencia claramente negativa. El PIB, por su parte, que había sorprendido positivamente en el primer semestre, debería mostrar para los próximos trimestres una clara desaceleración, en línea con lo que ha mostrado el *Euro Coin*. Asimismo, y en línea con esa situación, el PMI está mostrando también una fuerte desaceleración que puede llevar a una desaceleración en el PIB. Indica el señor Gerente que se sabe, pues ha sido publicado en la prensa, que un par de países europeos están en recesión y esa situación va a ser un elemento que eventualmente ha estado detrás de lo que se va a ver más adelante en materia de mercado financiero.

Respecto a Japón, comenta el señor Lehmann que el sector externo ha perdido dinamismo, y la producción industrial está cayendo, lo que está en línea con las exportaciones que se han venido desacelerando al igual que el PIB. Las exportaciones por región muestran precisamente ese mismo panorama que es más bien de cuidado. Las exportaciones japonesas



a Estados Unidos de América están cayendo y a la Zona Euro están prácticamente en cero. Indica que, en algún grado, están sosteniendo los envíos de Japón al exterior las exportaciones que están orientadas hacia China. Desde el punto de vista de lo que está pasando en Japón, se tiene que la encuesta a empresas (*Tankan*) está mostrando una fuerte desaceleración, no obstante, todavía está por sobre el pivot cero, y el PIB entonces debería tender a desacelerarse. Las confianzas en Japón están también mostrando signos más bien negativos.

Respecto a la inflación, señala el señor Gerente que la inflación en Estados Unidos de América se mantiene elevada, mostrando el IPC niveles sobre 4%. No obstante, el IPC *Core* se ha mantenido relativamente estable. En el margen, algunas indicaciones de tendencia inflacionaria de esta distribución truncada muestran alguna aceleración y otras, más bien estabilidad. Por el lado del PCE, se ve que la distribución truncada también muestra alguna tendencia positiva, no obstante, los indicadores *Core* y particularmente el *Headline* están más bien mostrando cierta estabilidad o caída en el margen, especialmente en el caso del PCE.

Comenta el señor Gerente que en la Zona Euro, en tanto, aumentan las presiones inflacionarias tal como lo muestra el Índice de Precios a Productores, situación análoga a la que se está observando en Japón. No obstante, en el caso de la Zona Euro, el IPC *Core* está relativamente estable y vale destacar que el IPP *Core* está mostrando en el margen cierta aceleración. El IPC, tanto en Europa como en Japón, está mostrando también algunos aumentos.

El señor Presidente, consulta si el IPP es mucho más intensivo que el IPC y si es transable o no, pues le llama la atención que el IPP suba tanto, salvo que tenga un componente de energía demasiado grande. El señor Gerente de Análisis Internacional señala que va a observar este fenómeno con cuidado, pero que la apreciación del Euro debiera tender a moderar este comportamiento. Menciona que el grueso del componente del IPP o una parte importante de éste está asociado al precio de *commodities*, por lo que estima que el fenómeno de aumento está basado en esa lectura.

Indica el señor Gerente que la inflación mundial en tanto mantiene su aceleración. Muestra en la gráfica la aceleración de la inflación en distintas regiones y menciona que se ha incorporado también a Chile para tener un parámetro de comparación, por lo que se tiene entonces la inflación total corregida. Comenta que se trata de la variación anual y que gran parte de esos aumentos están asociados a inflación por alimentos. Agrega el señor Lehmann que se tiene inflación por alimentos en distintas regiones y se observa que ha tendido claramente al alza, también en el caso de Chile. Muestra asimismo que economías desarrolladas también presentan una tendencia al alza en alimentos.

El señor Presidente comenta que se debiera esperar que el alza en alimentos en las economías desarrolladas fuese menor, por medidas de protección y situaciones de ese tipo, pero señala que en América Latina hay un componente que es el tipo de cambio, que este año Chile no lo ha apreciado, pero que sí desde el 2007. Indica que, en la gráfica, Chile se muestra notable.

El Gerente de Análisis Internacional señala que este es un tema que se está estudiando con cuidado. Indica que existe un compromiso con el Consejo de presentar un análisis en este sentido durante el mes de julio, pero agrega que Chile destaca claramente porque el coeficiente de traspaso del precio internacional de alimentos a precios domésticos ha sido sustancialmente mayor.

e



El Consejero señor Manuel Marfán comenta que en Chile hubo heladas y una serie de componentes idiosincrásicos que siguen golpeando en la inflación de doce meses y que, por lo tanto, estima que no es traspaso ese componente de inflación internacional. Menciona que así como en China fue la "oreja azul", y que hay varios países que tienen componentes idiosincrásicos, se debiera separar ese componente idiosincrásico de lo que es realmente traspaso de inflación externa.

El Ministro de Hacienda, señor Andrés Velasco comenta que si se observan los ítems del IPC que más han subido, se aprecia que no solamente se trata de alimentos, sino que destacan algunos que son cuasi no transables, como los pollos, las papas, las gaseosas, en los cuales la transabilidad es bastante imperfecta y para qué mencionar el pan, en el cual el precio de la harina nuevamente está divorciado del precio internacional.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García comenta que en otros términos, no necesariamente los precios internacionales de los productos que están subiendo pueden haber afectado al precio doméstico, sino que también hay otros elementos, como por ejemplo el precio de la energía, y con una cierta reticencia de los márgenes a absorber esos mayores costos, sino que al contrario, traspasarlos a precios finales. Agrega que eso es lo que se ve con la evidencia de precios individuales en el IPC.

El señor Ministro de Hacienda indica que va a hacer un punto que considera muy importante. Comenta que en la Reunión de Ministros de Hacienda de América Latina se hizo un pequeño ejercicio comparativo entre cinco o seis Ministros que se encontraban ahí y que la gran diferencia que emerge de Chile con el resto de los países, es el precio de la luz. La energía, pero en el sentido más estrecho, no combustible porque es de todos sabido que eso es mucho más transable. Señala que se sabe además, que muchos de nuestros vecinos no han movido un centavo en moneda local los precios de los combustibles.

El Presidente don José De Gregorio comenta que en Brasil cayó el precio de la energía y el señor Ministro de Hacienda agrega que en México y Perú los precios de los combustibles están fijos en moneda local, pero que, sin embargo, la electricidad en Chile ha subido dos, tres o cuatro veces el incremento que ha experimentado en otros países.

El Gerente de Análisis Internacional continúa su presentación, señalando que bajo este escenario han aumentado de manera significativa las expectativas inflacionarias. Indica que la gráfica muestra las expectativas inflacionarias en distintas regiones, incluyendo Chile y también China para 2008 y 2009, y que claramente las tendencias son, para la generalidad de los casos, inflaciones esperadas promedio para *Consensus Forecast*. Para Chile y América Latina, es la inflación esperada a diciembre de cada año. Para el año 2009 también se esperan aumentos de expectativas inflacionarias mucho más moderados y de hecho los niveles, como se puede apreciar en la gráfica que se exhibe, en algún grado son marginalmente más bajos. Indica el señor Lehmann que con datos de mayo probablemente, no se recogen las sorpresas inflacionarias de junio, y seguramente no se muestra el caso particular de Chile. No obstante, los aumentos de TPM en las economías desarrolladas serían menos pronunciados, como en el caso de Estados Unidos de América. Agrega que se muestran los futuros de TPM, hace un mes atrás, comparados con los que se recogen hoy día. En el caso de la Zona Euro, el cambio es un poco más marcado. En el caso de Japón no hay cambios significativos. Destaca particularmente en el caso de Estados Unidos de América, que la curva tuvo bastantes movimientos, de hecho hace dos o tres semanas atrás, probablemente si se hubiese graficado esta línea habría salido muy arriba, es decir, el mercado estaba esperando



tres aumentos de TPM. Luego, a propósito de las preocupaciones en términos de actividad y también de nuevos ruidos en los mercados financieros, esto ha tendido a moderarse y hoy día las expectativas de aumento de TPM están bastante más cargadas hacia una tendencia más moderada. Indica que la gráfica muestra lo que se está viendo en materia de expectativas de tasa hoy día; lo que se estaba viendo hace un mes atrás donde está bastante marcado como posición mayoritaria una TPM en 3% en diciembre de 2008; y hoy día se está pensando entre 2 y 2,5%, con probabilidades bastante similares.

El Presidente señor José De Gregorio consulta si esta situación es posterior al último discurso de *Ben Bernanke*. Al respecto el señor Gerente indica que estos valores son spot, 9 de junio y 9 de julio. El señor De Gregorio indica que en dicho discurso el señor *Bernanke* señaló que sería incoherente seguir dando líneas especiales de liquidez y estar subiendo tasas y como dice en otra parte de su discurso, estas líneas especiales de liquidez van a llegar hasta final de año. El Gerente de División Estudios comenta que el ECB piensa lo contrario.

En el caso del ECB, señala el señor Gerente que el mercado tiene incorporado de todas formas una probabilidad casi completa de un aumento final hacia fin de año en su Tasa de Política Monetaria.

Indica que las tasas largas en Estados Unidos de América se han ajustado a la baja más por preocupaciones que por crecimiento, pero que también hubo cierta volatilidad en el mercado. Hoy día, menciona el señor Gerente, si se compara con la tasa de hace un mes atrás, la tasa larga ha caído 30 puntos base, pero en algún momento hace unas tres o cuatro semanas atrás, la tasa estaba claramente más alta y posteriormente, a propósito de las preocupaciones por actividad y nuevos ruidos en los mercados financieros, ha tenido una caída importante. Agrega el señor Lehmann que las compensaciones inflacionarias que se muestran graficadas están relativamente estables, pero en el margen. Indica que si se observa la ajustada en particular, tiene una ligera tendencia hacia el alza en las últimas dos semanas.

Menciona el señor Gerente que en el caso de Europa hubo bastante más ruido, incluso en algún momento hubo una expectativa de un ECB más *hawkish*, más duro en materia inflacionaria, pero tras el aumento de 25 puntos base de algunas semanas atrás, y a una lectura un poco más *dovish* de la actitud que pudiese tener el Banco Central Europeo en materia de tasas a propósito nuevamente de la incertidumbre en materia de actividad, la tasa tendió a devolverse 9 puntos base si uno compara con la cifra de hace un mes atrás. En el caso de Japón, comenta el señor Gerente que hay una marcada preocupación por actividad, lo que está en línea con lo que se presentó en algunas láminas anteriores, y que por ello la tasa ha tendido a caer.

Indica el señor Gerente que las paridades han tenido también cierta volatilidad. En términos netos, se observa una cierta depreciación del Dólar, en línea con expectativas un poco más moderadas en materia de aumento de tasas, lo que ha sido relativamente generalizado particularmente en la Zona Euro. Señala que en el margen ha habido también una cierta depreciación respecto a monedas de economías emergentes. Indica que se tiene un promedio de una canasta más o menos amplia y que el Dólar ha tendido también en el margen a depreciarse.



Menciona el señor Gerente que las bolsas han tendido a caer, en línea con la mayor preocupación por actividad y señala que también hay percepciones de un riesgo algo mayor en los mercados financieros. Indica que en la gráfica se muestran las bolsas emergentes que caen de manera muy pronunciada; las bolsas en economías desarrolladas han tenido alguna recuperación en el margen, pero probablemente la tendencia es bien marcada, bien clara durante el mes, y los *spreads*, particularmente los *EMBI Global* han aumentado, y los *spreads de High Yield*, de empresas con baja clasificación de riesgo en Estados Unidos de América, también han aumentado de manera importante.

Comenta el señor Gerente que en la gráfica que se exhibe se observa que en materia de percepciones de riesgo respecto a los bancos, destaca el hecho que ha habido un aumento del riesgo percibido. El CDS de bancos en Estados Unidos de América aumenta claramente y lo mismo sucede para bancos del Reino Unido y Europa. Agrega el señor Gerente que, en términos de riesgo, no se está para nada todavía cercanos a los niveles que se percibían hace algún tiempo atrás, pero claramente ha habido un aumento importante.

Los premios por liquidez, agrega el Gerente señor Lehmann, se mantienen estables en el caso de Estados Unidos de América, ayudados por cierto con las declaraciones del Presidente de la Reserva Federal y por el compromiso que dicha Institución ha manifestado en materia de ayuda a los mercados financieros, pero en el margen los *spreads* en términos de liquidez se observan algo más altos. En el caso de Europa han tendido más bien a moderarse, a bajar. Señala que la curva ha tenido de todas maneras algún movimiento importante durante el mes, de acuerdo a noticias que van verificándose.

Señala el señor Gerente que los movimientos negativos que se aprecian son generalizados en las economías emergentes y desarrolladas. Comenta que hay bolsas que caen. La gráfica muestra el movimiento en bolsas desde el *IPoM* y en otra columna, desde la última Reunión de Política Monetaria, y claramente este movimiento ha sido negativo. Destaca especialmente el señor Lehmann la caída en la bolsa de Nueva Zelanda y en la bolsa China.

Ante una consulta del Presidente señor José De Gregorio, el señor Lehman indica que estas caídas son en moneda local. Agrega además, que los *spreads* CDS han tendido a aumentar de manera importante en prácticamente todas las economías emergentes. Menciona que la caída de los precios de activos en las economías emergentes responde a salidas de capital. Señala que la gráfica muestra los flujos acumulados en doce meses por región y en todas se aprecia, con la excepción de Europa emergente, que están bastante estables, pero se observan salidas de capital en Asia, en América Latina y en el grupo de economías emergentes.

Respecto a los *commodities*, comenta el señor Gerente que sus precios han tendido a aumentar. Muestra en la gráfica aumentos en el precio del petróleo de 5%, cobre 8% y granos en torno a 10%. Respecto al mercado del petróleo, señala que éste continúa estrecho. El señor Gerente muestra en la gráfica el desbalance del mercado del petróleo. Destaca la columna que señala consumo menos producción y comenta que se ha ido acumulando sistemáticamente un desbalance. Por lo tanto, este déficit se ha estado supliendo fundamentalmente con inventarios. Esa situación ha estado detrás del empuje del precio del petróleo y el hecho que se haya sostenido en niveles relativamente altos se explica por una oferta mundial que ha tendido a caer. El último dato que se tiene disponible es a junio reciente, y por cierto, está por debajo de lo que se observaba hace algunos meses atrás. No obstante, la demanda también ha tendido a ajustarse, pero el balance sigue siendo muy estrecho, más bien



cero si uno proyectara para 2009, lo que ha permitido sostener el precio en niveles inesperadamente altos.

Los futuros, comenta el señor Gerente, apuntan hacia precios elevados, contrario a la convergencia a valores bajos que se indicaba hace algunos años atrás. Indica que la gráfica que se exhibe muestra la evolución del precio del petróleo dólar por barril desde 1984 hasta hoy día; y que también se muestra en el margen qué está pasando con los futuros que aparecen claramente estables. Comenta el señor Gerente que a mediados de la década, los precios futuros tendían más bien a converger. Señala que ese es un argumento que se ha observado por parte de algunos analistas: converger hacia niveles más bajos. Menciona el señor Gerente que hoy día se tiende a pensar en precios que se sostienen en niveles extraordinariamente elevados, probablemente porque hay factores de demanda que han estado detrás de esta evolución, tal vez menos marcadamente que en el pasado y que probablemente, si se observara en los años 90, se vería algo parecido.

Indica el señor Gerente que la función de distribución del precio del petróleo en este contexto ha tendido a moverse hacia precios más altos y en línea con ese hecho, también los precios de largo plazo han tendido a aumentar. Comenta que lo que se exhibe son los precios de largo plazo que se recogen de *Consensus Forecast*, *Deutsche Bank*, *Merril Lynch* y *Barclays*.

El señor Ministro de Hacienda consulta a qué período se considera largo plazo. El señor Gerente señala que no hay consenso respecto del largo plazo. Señala que no hay una visión homogénea, pero que en general se piensa en cinco años, aunque en algunos casos probablemente los bancos piensen en más años y aquéllos que muestran precios un poco más altos tal vez están pensando en largos plazos más cortos. El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux acota que en el mercado futuro del petróleo, el plazo más largo que existe es a siete años. El señor Gerente comenta que esos son planteamientos de largo plazo que dan los propios bancos de inversiones.

Por el lado del precio del cobre, comenta el Gerente señor Sergio Lehmann que el precio del cobre tendió a aumentar durante la semana. No obstante, los últimos días ha estado en línea también con una visión en términos de producción, de proyección de oferta claramente más baja, lo que ha sido más menos sistemática desde enero del 2007 hasta hoy día. Comenta que hoy día la visión es de un mercado que está más estrecho, producto de la oferta que se ha ido revisando sistemáticamente hacia la baja. Con ello, los futuros de cobre, mirando lo que ha ocurrido en las noticias durante el mes, se han ajustado hacia el alza y la proyección del Banco también se revisa hacia el alza.

En materia de alimentos, menciona el señor Gerente que los precios se han movido en general al alza. Destaca el aumento que ha tenido el precio del maíz, con alguna reversión parcial durante los últimos días, pero claramente hacia el alza. La leche también ha tendido a subir durante este mes; el precio del trigo subió; e indica que en la gráfica se ha agregado el precio de la carne en Brasil que también ha tendido a aumentar en términos relativamente importantes, en línea con toda seguridad con los aumentos en los costos del forraje. Un componente importante en los precios de granos es el valor del precio de los fertilizantes, que aumenta en línea con el precio del petróleo, ya que el grueso de los fertilizantes son producto de la petroquímica. El costo de fertilizantes más menos representa un 10% – 15% del costo de producción del grano. Con todo, se tiene que el precio del cobre se revisa al alza de manera importante en el precio promedio para 2008, al igual que para 2009, considerando la visión que se comentaba de un mercado más estrecho. El precio del petróleo



también va al alza, al igual que gasolina, el trigo y el maíz al alza. La leche, por su parte, relativamente estable.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux agrega que en el caso de los metales hay una diferencia con el petróleo, porque el cobre es más fácilmente almacenable, y que a los inventarios en bolsa hay que sumarle los inventarios de las compañías. Señala que cuando comienza a desacelerarse la producción industrial no sería raro que los inventarios de las compañías lleguen a los mercados y esos precios se pueden ajustar un poco más rápido que los del petróleo.

El Presidente señor José De Gregorio comenta el punto del inversionista *George Soros* sobre la especulación en el petróleo, quien señaló que el inventario de crudo era acumulado por los países petroleros, no produciendo petróleo.

El Consejero señor Enrique Marshall plantea que va a efectuar un comentario pregunta. Indica el señor Consejero que se menciona que la caída que han tenido las bolsas en los países emergentes coincide con caídas en países desarrollados y se hace una aseveración en el sentido que han salido capitales de los países emergentes. Indica que ha escuchado que parte de la caída de las bolsas en países emergentes se debe a salida de capitales. La pregunta que quiere formular es a qué responde esa situación. Si se trata de una mayor aversión al riesgo hacia los países emergentes, o hay una recomposición de los portafolios hacia renta fija. Señala que el punto no es menor para entender qué es lo que está pasando. Entiende que la renta fija en los países en desarrollo es bastante escasa, ya que como han estado durante largos períodos con situaciones holgadas en materia fiscal, en general hay escasez, y si quisiesen recomponerse los portafolios de los inversionistas, la renta variable y la renta fija necesariamente tienen que salir del mundo emergente. Señala que hay pocas posibilidades de invertir, y que entonces hay que tener cuidado con la explicación que se formula y ver qué es exactamente lo que está pasando.

El Gerente de Análisis Internacional comenta que se trata un poco de las dos cosas. Señala que hay una recomposición de portafolio en un escenario de mayor incertidumbre. Menciona que se ha visto esto en otras oportunidades donde los inversionistas buscan instrumentos seguros, particularmente Bonos del Tesoro de Estados Unidos, y eliminan en ese contexto inversiones en las economías emergentes. Simultáneamente y producto tal vez de ese mismo fenómeno, la percepción respecto a riesgos de las economías emergentes es algo mayor, en un contexto de más turbulencia en los mercados financieros. De hecho, el CDS ha tenido un aumento relativamente significativo durante el último mes, lo que lleva a ser un poco más cautos. Comenta que se atrevería a decir que durante este mes en particular se ha visto, como un elemento a destacar, una percepción de riesgo mayor de parte de los inversionistas.

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

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto señala que la inflación de junio nuevamente tuvo un incremento significativo, con alzas relevantes en los precios de alimentos y combustibles, alcanzando una variación mensual de 1,5% en el caso del IPC y de 0,8% y 0,5% en los casos del IPCX e IPCX1, respectivamente. Agrega que en términos anuales, también se registraron incrementos en sus variaciones, alcanzando niveles de 9,5%; 8,7% y 8,4% para el IPC, IPCX e IPCX1, respectivamente. Las velocidades



trimestrales del IPC e IPCX1 aumentaron respecto del mes anterior, mientras que la del IPCX disminuyó levemente. Los indicadores de inflación subyacente continúan mostrando tasas elevadas, presentando mayores crecimientos anuales que en el mes previo. La media podada por artículos (MPA) pasó de 6,1% a 6,4% en doce meses, mientras la que poda los componentes más volátiles (TMVC) aumentó de 4,0% a 4,1%. Asimismo, tanto la medida de IPC que excluye alimentos y energía como la del IPCX1 sin alimentos, registraron aumentos en su crecimiento anual, anotando 4,7% y 4,5% respectivamente, (4,4% y 4,3% el mes pasado).

Menciona el señor Soto que, respecto de lo proyectado en la Reunión de Política Monetaria de junio, el IPC y el IPCX registraron variaciones mensuales por sobre lo previsto, mientras que el IPCX1 estuvo en línea con lo anticipado. Esto obedece a aumentos de precios generalizados en varios grupos. El error de proyección de junio —que se suma al incremento que la inflación tuvo el mes anterior— y la corrección al alza del escenario de corto plazo, llevan a que el panorama de inflación se aleje del escenario base de mayo, con lo que la convergencia de la inflación a 3% podría tener un rezago mayor al previsto en el último *IPoM*. La velocidad a la que se dará esta convergencia es difícil de estimar sin una revisión completa del escenario base de proyección.

Comenta el expositor en cuanto a los costos, que en mayo los salarios nominales registraron un aumento en sus tasas de crecimiento anual, las que se ubican en rangos entre 7,2% y 8,9%, dependiendo de la medición que se considere. Se sigue estimando que su evolución es acorde con las cláusulas habituales de indexación. Las medidas de CLU, por su parte, registraron en mayo un aumento en la tasa de crecimiento anual, respecto del mes anterior, atribuido principalmente a una disminución en la tasa de variación de la medida de productividad.

Señala el señor Soto que, en este contexto de mayores niveles de inflación, tipo de cambio y precio internacional del petróleo, y pese al incremento de la Tasa de Política Monetaria en la Reunión pasada superior a lo esperado, las expectativas de inflación siguieron aumentando. Menciona también que la encuesta realizada a las mesas de dinero indica que la inflación esperada a 12 meses alcanzará a 6,9% anual (5,50% en junio), mientras que la esperada a 24 meses es de 5,25% (4,50% en junio). La Encuesta de Expectativas Económicas (EEE), a su vez, indica que la inflación esperada a un año es un punto porcentual superior a la esperada el mes pasado, alcanzando a 5,5%, mientras a dos años anticipa una inflación de 3,8% (0,3 puntos porcentuales sobre la esperada en junio). Respecto de las expectativas que se extraen del IPEC, el porcentaje de personas que responde que la inflación en los próximos doce meses subirá “mucho” se mantiene elevado por sobre 70%. En tanto, las expectativas de inflación anual que se extraen del IMCE para el sector comercio pasaron entre mayo y junio desde un nivel promedio de 5,52% a 5,94%, mientras las de la industria lo hicieron desde 5,92% a 6,33%. Esto, junto con el incremento que han experimentado los costos esperados, tiene un correlato en la información casuística recogida en regiones, donde la principal preocupación es el costo de la energía y de la mano de obra, y en que una gran mayoría de los encuestados en distintos sectores económicos opinan que la inflación superará el 4% en los próximos dos años. Esto indica que, más allá del incremento en las primas por riesgo que se ha verificado con anterioridad, las compensaciones inflacionarias están dando cuenta de un escenario de inflación claramente mayor al antes previsto. Así, las compensaciones experimentaron aumentos superiores a 80 puntos base comparadas con sus niveles al cierre de la Reunión anterior: la 1 en 1 se ubica en 5,8%, mientras la 3 en 2 y la 5 en 5 se encuentran en 4,8 y 4,5%, respectivamente.



Indica el señor Soto que las tasas de interés de los documentos nominales del Banco Central de Chile, registraron significativos incrementos durante el último mes, siendo las más afectadas las de menor plazo (120 puntos base en los BCP a 2 años). Por su parte, las tasas de los documentos indexados a la UF, aunque con alta volatilidad en el mes, asociada a las noticias de incremento de la Tasa de Política Monetaria y de inflación de junio, se ubican en niveles muy similares a los vigentes para la Reunión anterior y a su promedio del último año.

Menciona el expositor que durante el mes de mayo la actividad tuvo un descenso en su tasa de crecimiento anual. El Imacec aumentó 2,1% (2,9% al considerar el efecto calendario) y sigue mostrando el patrón de un mayor dinamismo en no transables y uno menor en Industria y Minería. Por su parte, en Industria se observó un bajo desempeño con caídas puntuales en algunas ramas de producción, mientras en Minería se dio una menor producción tanto de cobre como de molibdeno. Señala que destacó también la menor caída que mostró la actividad de Electricidad, Gas y Agua (-12% comparado con -20% promedio en marzo y abril), lo que está en línea con el mayor aporte hídrico en la generación eléctrica. En Comercio, si bien los datos del mes dieron cuenta de un bajo dinamismo del sector, la comercialización de maquinarias y equipos sigue creciendo a tasas relevantes, en línea con la evolución de las importaciones de bienes de capital. Esta información es, en todo caso, acorde con el rango de proyección para el PIB del 2008 de 4% a 5%, con sesgo a la baja, considerado en el *IPoM* de mayo, mostrando los vaivenes propios de la información que se recibe mes a mes.

Por el lado de la demanda, indica el expositor que los indicadores de consumo privado muestran que este ítem se desacelera menos que lo previsto en el último *IPoM*, especialmente en su componente durable, mientras el componente habitual estuvo en línea con lo esperado. La evolución de las importaciones de consumo sigue creciendo a tasas relevantes, especialmente su componente durable (automóviles, artículos electrónicos, celulares, etc.). Sin embargo, las expectativas de los consumidores continuaron deteriorándose, alcanzando su nivel más bajo desde septiembre del 2001 (33,4%). Respecto de las condiciones financieras, con datos preliminares, se estima que en junio la tasa de crecimiento anual de las colocaciones a personas se redujo. Ello principalmente por la desaceleración de las colocaciones de consumo —que alcanzan la menor tasa de variación nominal anual en los últimos 6 años—, y en este mes de una leve caída en el stock de las colocaciones de vivienda. En relación a los agregados monetarios, menciona que se observa una tasa de crecimiento anual del dinero M1 similar a la del mes pasado (12,6%). Señala que las cifras del mercado laboral son las que principalmente apoyan la evolución del consumo. Los registros del trimestre móvil marzo-mayo siguen sin mostrar cambios sustanciales respecto de la evaluación de las holguras de los últimos meses. Por su parte, indica que el empleo continúa creciendo a tasas anuales del orden de 2,5%, con una composición en que el empleo asalariado crece con fuerza (por sobre 5% anual) y el empleo por cuenta propia sigue cayendo en términos anuales. La fuerza de trabajo sigue aumentando a tasas de entre 3,5% a 4% anual, mientras la tasa de desempleo, eliminada estacionalidad, se ha mantenido en 7,8% en los últimos tres trimestres móviles.

Por su parte, señala el señor Gerente de Análisis Macroeconómico que la Inversión siguió con un panorama auspicioso del ítem maquinaria y equipos, sustentado en importaciones de bienes de capital que superan US\$ 2.800 millones en el segundo trimestre. Esto se ha dado incluso en un contexto en que las bolsas se han ajustado de manera significativa. La bolsa local, medida a través del IPSA, disminuyó 7,0% en el último mes, con caídas generalizadas en todos los sectores. En dólares, la caída fue de 10,7%, dando cuenta de un desempeño similar al del promedio de las bolsas mundiales y latinoamericanas. En



términos de colocaciones de empresas, se observa una mantención de la variación nominal anual en 21% en lo que va del año.

Menciona el expositor que respecto de las paridades de monedas, comparados los niveles al cierre del informe con los vigentes al momento de la Reunión de junio, el peso continuó depreciándose (5,5%), variación que era mayor previo a la publicación de los datos del IPC de junio. A su vez, en igual lapso, los índices multilaterales TCM y TCM-5 se depreciaron en una magnitud similar, mientras el TCM-X se depreció 4,4%. En cuanto al tipo de cambio real (TCR), se estima que promedió 95,4 en junio (en su medida 1986=100), y considerando los valores spot al cierre del informe alcanzaría a 98,3 en julio.

Señala el señor Soto, que bajo este escenario de mayores perspectivas de inflación en el mediano plazo, las expectativas de mercado respecto de la Tasa de Política Monetaria que se derivan de los precios de los activos financieros y de las encuestas apuntan a que se registrarán nuevas alzas en el horizonte de proyección. Así, las tasas *swap* anticipan un incremento de la Tasa de Política Monetaria de al menos 50 puntos base de aquí a tres meses, alcanzando a 7,75% a comienzos del año 2009 y registrando un nuevo aumento de 25 puntos base a mediados de ese año. A su vez, la Encuesta de Expectativa Económica prevé que se registrará un alza de la Tasa de Política Monetaria de 50 puntos base en esta Reunión, de otros 25 puntos base en la Reunión de agosto o septiembre, para finalizar el 2008 en 7,75% y volver a 7% a fines del 2009. En tanto, las expectativas que se deducen de la curva *forward* anticipan un aumento de la Tasa de Política Monetaria del orden de 100 puntos base de aquí a tres meses, alcanzando a 8,25% en el primer trimestre del 2009.

El Presidente, señor José De Gregorio, ofrece la palabra para comentarios.

En relación a la información proporcionada por el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto sobre el débil desempeño de la actividad y crecimiento, especialmente la situación de Enap, en que se produjo una caída de la producción de un 20%, el Vicepresidente señor Jorge Desormeaux consulta las razones de esa baja de producción.

El señor Soto señala que se han recibido algunos comentarios que dicha situación se habría producido por la paralización de algunas plantas de producción que se encuentran en reparación, incluyendo un incendio que habría afectado a alguna de ellas. Asimismo, señala que de lo que sí hay certeza es que se ha producido algún incumplimiento en los planes de producción, que implicaban una caída de solamente un 0,4%.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco menciona que Enap, por razones obvias, ha subido mucho su nivel de actividad en el último año y medio, y que también está prestando labores que antes no realizaba. Además indica que Enap está almacenando y exportando más, distribuyendo mayor cantidad de diesel a las empresas eléctricas de lo que era históricamente y, por consiguiente, está operando bastante al límite. Agrega que, en consecuencia, cuando se está funcionando de esta manera basta que se paralicen algunos camiones destinados para ese efecto, para que se produzca un impacto muy importante en la producción. Lo mismo sucede en el caso del cobre.

El Gerente de División señor Pablo García, sobre el mismo tema, señala que otro argumento para explicar esta situación es la tecnología de producción. En efecto, menciona que si se extrae petróleo y se procesa en proporciones fijas, se produce cierta cantidad determinada de gasolina, diesel, u otro, pero efectivamente, como menciona el señor Ministro, Enap ha participado en negocios un poco distintos de importación y distribución de diesel a gran



escala, lo que es muy difícil de realizar, importando la cantidad equivalente de petróleo porque quedarían con un *sobrestock* de los otros derivados del petróleo. Por consiguiente, han decidido dedicarse directamente al negocio del *retail* de distribución y no al negocio central de producción o de refinación de combustible.

El señor Soto comenta que en el sector fiscal se aprecia una caída importante en los ingresos presupuestarios, debido fundamentalmente a lo que está sucediendo con los ingresos provenientes de la minería, lo que trajo consigo una fuerte caída en la recaudación de impuestos de ese sector en la última Operación Renta.

Con respecto a dicha afirmación, el Ministro señor Andrés Velasco señala que hay varios aspectos a considerar en esos datos. El primero de ellos se refiere a la Operación Renta, ya que si se compara el mes de mayo con el mismo mes del año anterior, se presenta una asimetría que en alguna medida tiene una explicación obvia. Esto es, que la Operación Renta del año anterior fue extraordinariamente positiva, toda vez que al subir el precio del cobre más allá de lo que las empresas esperaban, no efectuaron los pagos provisorios mensuales que correspondía hacer con anticipación y, en consecuencia, al llegar los plazos correspondientes tuvieron que realizarlos, lo que produjo una Operación Renta bastante positiva, lo que no había ocurrido en muchos años. Agrega que la Operación Renta de este año, en contraste, ya incluía pagos provisorios mensuales mayores y, por lo tanto fue negativa. Señala el señor Ministro que, el segundo aspecto a considerar es la subida de los costos, en especial los energéticos. El tercer aspecto a considerar es si la apreciación se efectúa en dólares o en pesos, porque produce un efecto cambiario no menor. Por consiguiente, indica que se añade a lo anterior, la provisión de los pagos, el aspecto de costos energéticos y la apreciación del dólar, y puede afirmarse que lo sucedido con la Operación Renta no resulta demasiado sorprendente.

Por otra parte, menciona el señor Ministro que respecto al gasto fiscal es muy importante observar la base de comparación y, en especial, con la ejecución del gasto actual con lo sucedido el año pasado, puesto que la ejecución de este año, en todas las dimensiones, en inversión, pero también en no inversión, ha sido muy anticipada, y por lo tanto, el dato revelador respecto de la evolución del gasto tiene que ver con ambas cosas y, en tal virtud, la ejecución este año es mucho más elevada que la del año anterior.

El señor Soto señala que en cuanto al tema de las tasas de crecimiento del gasto fiscal, se considera que debería haber una caída de éste hacia el cuarto trimestre del año. Comenta que, en su opinión, parte del gasto fiscal vía subsidios y transferencias en general, debería producir un impacto en el ingreso disponible de las personas y, por esa vía afectaría al consumo. Agrega que se observa que la evolución del ingreso privado disponible, sin incluir las transferencias y la evolución de estas últimas, efectivamente ha sido bastante contracíclica.

El Presidente señor José De Gregorio menciona que las transferencias son contracíclicas, pero respecto del ingreso se observa que con o sin ellas están cayendo y que el consumo también cae algo.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Soto señala que existen dos aspectos a considerar. El primero, es lo que podría suceder con el consumo, atendida la evolución del ingreso privado disponible y, en segundo término, la razón de por qué se presenta esta caída tan importante, la que se debe fundamentalmente al *shock* inflacionario. Agrega, que si se hubiese supuesto una inflación de 3% hacia futuro, la evolución del ingreso privado disponible no tendría la caída que se observa.



El Gerente de División Estudios señor Pablo García menciona que dicha desaceleración del ingreso privado disponible es también coherente con lo que se observa en los salarios reales, que en términos de crecimiento en doce meses han bajado fuertemente su expansión y en alguna medida incluso, son negativos.

El señor Ministro de Hacienda señala que con respecto al tema antes referido, desea entregar un dato importante para conocimiento del Consejo y que tiene bastante que ver con el análisis que se ha efectuado respecto del gasto y de cuál es el impacto de la inflación en el ingreso disponible. Menciona el señor Ministro, que entre los días lunes y martes de la próxima semana, dependiendo de la citación que efectúe el Presidente de la Comisión de Hacienda del Senado, se entregarán por parte de su Ministerio las proyecciones presupuestarias para el resto del año y agrega que en la actualidad se está haciendo el cierre de dicho proceso, pero le parece importante dar a conocer al Consejo que el dato del crecimiento real de gasto contra gasto, que está proyectando al cierre de 2008 no será mayor de un 6,9%, cifra bastante menor de lo que estaba en el presupuesto real y de los comentarios que han entregado los titulares de algunos diarios.

Comenta también que la razón de esta cifra obedece a su gasto nominalizado. Primero, se produce un gran efecto inflacionario; en segundo lugar, se ha estado trabajando para contener en lo que resta del año el crecimiento del gasto nominal, y tercero, la importancia de la base de comparación correcta. En este aspecto, señala que si se toma la base de comparación correcta, que es gasto ejecutado contra la proyección de gasto ejecutado, se hace el ejercicio inflacionario que corresponde y se corrige por tipo de cambio, la proyección es un crecimiento del gasto real algo menor a 7%. Menciona que al conocerse la información antes señalada cambiarán los términos del debate que se está llevando a cabo.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux consulta al señor Ministro si cuando se refiere al numerador del gasto fiscal nominal podría significar el consumo de Gobierno o el total del gasto.

El señor Ministro de Hacienda señala que se trata del gasto total que incluye una proyección del gasto adicional por el FEPCO. Además, añade que cuando se obtuvo del Congreso la autorización para el aporte adicional a dicho Fondo, hace un mes atrás, con el propósito de una mayor transparencia, se modificó la regla del Fondo anterior al actual, en el sentido que los neteos de todos los aportes de la estabilización de los combustibles, ya sea por ENAP o por FEPCO, el primero de ellos hace la parte que le corresponde y el FEPCO la que se refiere a los privados, y todo ello se consigna el mismo mes. Por lo tanto, las proyecciones para el segundo semestre del año incluyen la totalidad de los aportes.

Comenta también que la estimación está efectuada con precios del petróleo, esencialmente lo que muestran los futuros, es decir, constantes o levemente delineantes en dólares nominales.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García comenta que, conforme a lo señalado por el señor Ministro, en el segundo semestre de este año el crecimiento del gasto fiscal sería de alrededor de un 4%.



El señor Ministro de Hacienda confirma el comentario del señor García en el sentido que el perfil del gasto de este año será muy distinto al tradicional, ya que se suman ambas cosas. Primero, que este año se gastó más en un comienzo, más que en los años anteriores y, por lo tanto, el perfil del numerador es diferente. Por otra parte, señala que la inflación va al alza y, en consecuencia, también el perfil del denominador es diferente. Por lo tanto, sumando ambas cosas se obtiene un gasto real en el primer trimestre del año mayor que el gasto real del segundo trimestre, lo que resulta coherente con la conclusión que ha indicado el Gerente de División Estudios señor Pablo García.

Agrega el señor Ministro que en atención a lo que acaba de señalar, le parece importante cerciorarse que las cifras con que cuenta el Banco Central de Chile, respecto al consumo del Gobierno y al gasto total, sean las mismas que tiene el Ministerio.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto señala que en esta presentación no se cuenta con dicha información. Sin embargo, se ha discutido internamente y podría suceder que el dato del Banco estuviese sobreestimado, ya que la información corresponde a una sobreejecución en los primeros meses que se tiene que ajustar hacia el segundo semestre.

En relación a la información entregada por el Gerente de Análisis Macroeconómico, respecto a la desaceleración hacia el tercer trimestre del PIB, fundamentalmente originado en los sectores resto, el Gerente de División Estudios señor Pablo García comenta que, respecto a este tema, es necesario tener en consideración que el dato más importante corresponde al segundo trimestre, al cual le falta agregar solamente un mes y en donde la velocidad del PIB y el PIB resto resultan bastante elevadas. En consecuencia, lo que se está proyectando es que se producirá una aceleración hacia el tercer trimestre. Agrega que para lo anterior, existen dos lecturas, la primera, que incluso con desaceleración en el tercer trimestre el crecimiento estaría cercano al 5,5% y probablemente sería algo similar también hacia el cuarto trimestre. Por lo tanto, indica que en esa situación, con un escenario con una desaceleración relativamente fuerte hacia el tercer trimestre, las proyecciones de crecimiento del *IPoM* para el año, todavía son válidas, aunque podrían cambiar en el futuro.

En relación al comentario del Gerente de Análisis Macroeconómico respecto del mercado laboral, la pérdida de dinamismo del empleo y la mantención del desempleo, el señor Ministro de Hacienda señala que no tiene una explicación respecto del cambio tan sostenido en la composición del empleo, entre asalariado y no asalariado. Agrega, que cada vez que existe información respecto del empleo, se observa que el asalariado crece fuertemente, pero también cree que cabe preguntarse si ese cambio es consistente, en línea con la situación de Chile, es decir si se trata de una información comprobada. Indica que una hipótesis es que esta situación no tiene que ver con el cambio de la composición entre asalariados y no asalariados sino que en la modificación de la composición entre sectores. Señala que sería conveniente que se analice esta situación con mayor detención.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Soto señala que hay un tema de composición por categoría ocupacional. El señor Ministro de Hacienda, indica que la Ley de Subcontratación no previó que se produciría un impacto en ese sentido de forma tan persistente, ya que esta ley se encuentra en ejecución por más de dos años.



El Gerente de División Estudios señor Pablo García señala que si se analizan las estadísticas que prepara el INE, se aprecia que dentro de la categoría sector económico de servicios financieros, se encuentran los servicios a empresas que podrían asociarse a la subcontratación. Menciona que ese sector económico es difícilmente por cuenta propia, en consecuencia, si se produce un cambio en términos de la composición por la Ley de Subcontratación, debiera observarse en mayor medida entre asalariados de sector económico, más que en aquellos sectores que, en general, realizan labores por cuenta propia.

El Gerente señor Soto comenta que lo que se conoce de los salarios, es que en el margen están al alza y eso tiene como consecuencia que la caída de los salarios reales ha tenido una tendencia a detenerse, aunque en el margen siguen creciendo a tasas negativas. Asimismo, agrega que los costos laborales unitarios se mantienen elevados.

El Presidente señor José De Gregorio consulta si este mayor aumento significa que habrá más inflación o si se trata de un aumento razonable dada la trayectoria de inflación, ya que los salarios reales tienen una tendencia al alza.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García indica que el diagnóstico que se ha efectuado es que los salarios nominales se están moviendo de acuerdo a lo que ocurre con la inflación. Por otro lado, señala que si se quiere analizar si los costos laborales unitarios están en una dinámica que es coherente con la meta, habría que considerar algún grado de incertidumbre con la medida de productividad que se usa en la coyuntura para efectuar esta medición, y que no existe certeza si está o no en línea con la trayectoria inflacionaria. Agrega el señor García, que si estos datos se toman literalmente, sugieren inflaciones entre 4% y 8% por encima de la meta, dado que los salarios nominales están en torno a la dinámica inflacionaria. En consecuencia, le parece que la pregunta que habría que formularse es por qué la productividad está creciendo en forma tan baja y si existe algún fenómeno que está generando estas mayores presiones de precios. Sin embargo, estima que esa situación se produce en la medida que la productividad que se está considerando sea creíble, se interprete bien y se tenga certeza respecto de lo que ello implica. No obstante, agrega que si se quisiera efectuar una conclusión, tendría que ser más bien por el lado de la productividad que está creciendo poco y, por lo tanto, está aumentando costos, porque los salarios nominales se están reajustando más que la inflación pasada.

El señor Ministro indica que coincide con el comentario del señor García y por decirlo de otro modo, comenta que habría que formular una hipótesis de por qué el empleo total sigue creciendo tanto a tasas relativamente más altas que el PIB, porque ello no se explica solamente por el salario real, ya que éste comenzó a caer recientemente, pero el empleo, especialmente el formal, viene aumentando hace un año y medio.

En relación al comentario del expositor señor Claudio Soto, respecto de las sorpresas del aumento del IPC en el mes de junio que volvió a aumentar, el Consejero señor Sebastián Claro consulta qué porcentaje de los precios de frutas y verduras son márgenes e insumos intermedios distintos del básico, es decir, en qué medida los aumentos de precios de alimentos se reflejan efectivamente en el insumo fundamental, que podría asociarse más bien a un *shock* tradicional que a efectos de segunda vuelta. Agrega a su pregunta el señor Consejero, si en frutas y verduras se aplica la misma lógica o si está medido más en relación al insumo.



El Gerente señor Soto señala que en el caso de frutas y verduras, el efecto es más directo con lo que está pasando con la oferta, porque los márgenes claramente no son volátiles, sino que más estables y lo que sucede con la producción tiene una incidencia directa con lo que está pasando con los precios. Agrega que en este caso hay menos producción e inmediatamente se ve reflejado en precios, y estima que no se produce un ajuste de márgenes. Comenta también que existe bastante dispersión de precios entre supermercado y ferias, por lo tanto, es muy difícil establecer medidas de márgenes.

En relación a la dispersión de precios, el Consejero señor Manuel Marfán señala que hay efectos de segunda vuelta, asunto que estaba dentro de nuestras hipótesis. Agrega que lo que no se sabe es si son mayores o inferiores a los históricos, o sea, lo que se observa es la presencia de ese fenómeno, pero eso no demuestra que sea algo que no esté contenido dentro de nuestras proyecciones.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Soto comenta que hay algunas situaciones dentro de la proyección, que han sorprendido al alza y que es aquella parte que se podría considerar de segunda vuelta. Por ejemplo, aquella relativa al transporte interurbano y aéreo, donde el aumento de las tarifas ha sido mayor de lo que se preveía.

El Asesor del Ministro de Hacienda señor Céspedes comenta que en el escenario actual de inflación, se espera que exista un efecto de segunda vuelta proporcional al *shock* inflacionario.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García manifiesta que una manera de responder los comentarios precedentes, es observar cómo se evalúa el cambio de las proyecciones hacia delante, respecto de las sorpresas que se han presentado y si habría una reacción rápida, considerando que sería más fácil la solución si se trata de un *shock* puntual, pero en cambio si se concluye que existe mayor inflación sobre todos los componentes más subyacentes, se podría sostener que hay una propagación que está siendo mayor a la que se consideró con anterioridad.

El Ministro señor Velasco señala que hay que tener cuidado con el comentario de que se trata de un efecto de segunda vuelta, ya que al menos existen dos elementos que son mecánicos. Uno tiene que ver obviamente con las cláusulas de indexación en los salarios, y que existen otros casos en los cuales la estructura de producción es lo suficientemente rígida, de modo que un cambio en el insumo se traduce automáticamente en una modificación en el precio del producto. Menciona el señor Ministro que a ninguna de esas situaciones le llamaría efectos de segunda vuelta, en el sentido que no responden a expectativas. Indica además, que el gran problema de la política monetaria se produce cuando el precio que se fija en un momento no responde a algo que sucedió, sino que a la expectativa de que el precio del competidor u otro precio en la economía, va a ser más alto en el futuro y por lo tanto, se anticipa a esa situación y se ingresa en una dinámica sin fundamento. Estima que esa situación sería estrictamente un efecto de segunda vuelta ante el cual habría que precaverse.

El Presidente señor De Gregorio señala que el lenguaje es algo complejo, pero le parece que lo que el Banco ha anunciado es que existirán efectos de segunda vuelta y también que existen efectos indeseados de segunda vuelta o de persistencia más duradera.



El señor Claudio Soto señala que se construyó un gráfico que incluye la matriz de los productos, los insumos relevantes para cada uno de ellos, las series de precios de energía, salarios y otros insumos, que corresponden aproximadamente al 20% de los alimentos que están en el IPC y que con esa información, se observa el inicio de los *shocks* de alimentos que se apreciaron a fines del año pasado y también indica que lo que muestra dicho gráfico es un aumento importante en el margen hacia el final, después de la ocurrencia de esos *shocks*. Agrega el señor Soto, que a su entender esta situación correspondería algo a efectos de segunda vuelta, es decir, una descompresión de márgenes, probablemente con un costo que sube hacia el futuro.

El Presidente señor José De Gregorio señala que esta situación podría estar influida por el crecimiento de la demanda. Menciona que como consecuencia que existe una demanda por venta, las personas siguen comprando, lo que difiere con el comentario formulado por el Gerente de Análisis Macroeconómico, en el sentido que en los supermercados se estaría comprando una menor cantidad de alimentos.

El señor Ministro de Hacienda señala que le preocupa que estén dadas las condiciones para que exista una expansión de márgenes generalizada, que es un aspecto clave de la macroeconomía. En consecuencia, menciona que habría que sacar conclusiones respecto de un conjunto de productos infinitamente más amplios que los considerados y que se conoce que se trata de productos que se han comportado anormalmente por razones externas, nacionales, climáticas y otras. Por tanto, el señor Ministro estima que, considerando que existe tanta anormalidad en estos precios, puesto que en el caso de los que son transables el factor externo ha aumentado y además, ha habido cambios en la oferta y otros, la pregunta que se hace es absolutamente clave. También le parece que para tener una respuesta, se requiere un conjunto más amplio de precios.

El Consejero señor Manuel Marfán comenta que para efectos del ejercicio sobre la inflación en 12 meses de frutas y verduras, en octubre pasado, si subieron 20% en ese período, lo que se debería esperar que si se corrige 100% el precio relativo, lo que sería un supuesto extremo, debería ser 20% menos la inflación de todo lo demás, o sea debería corregirse un 13% hacia la baja, y en vez de corregirse 13% la inflación en doce meses sería cero, suponiendo que convergen en su precio relativo histórico. Indica el Consejero señor Marfán que lo que quiere señalar con este comentario, es que existe un riesgo por menor inflación si efectivamente se obtiene una buena cosecha de perecibles en el momento que se presente el impacto de los mayores precios del transporte, en los márgenes de supermercados y otros.

En relación al aumento de un 0,3% en los alimentos, el Gerente señor Claudio Soto señala que en ese aumento inciden dos elementos importantes. El primero de ellos, la sorpresa en el precio de los huevos, que ocurrió a mediados de mes y eso se transmite inmediatamente a la inflación del mes siguiente y agrega que se supone que aún se mantiene. Indica que el otro aspecto a considerar es el de los alimentos que se consumen fuera del hogar y que afecta a los salarios, lo que podría constituir un efecto de segunda vuelta.

El Gerente de División señor Pablo García señala que el ejercicio de proyección que se muestra se puede efectuar también con otros ejercicios, pero no a nivel de cada producto individual.



El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux señala que en el caso de los huevos, el principal insumo es el maíz y éste es el que ha subido más de todos los alimentos, de manera que estima que no resultaría difícil hacer un seguimiento de este producto.

El señor Ministro de Hacienda comenta que los efectos cambiarios de los márgenes pueden ser muy delicados, dependiendo de la proporción de insumos, del tipo de cambio y de la fecha de cierre en que se efectúen las mediciones. Agrega que para este efecto la matriz ayuda, pero no demasiado.

El Consejero señor Manuel Marfán, respecto a lo anterior menciona que la matriz para ese efecto ayuda, ya que precisamente se encuentran separados los insumos y los bienes importados de los que no lo son.

El señor Ministro de Hacienda comenta que, en todo caso, le parecería útil que se pudiera realizar el ejercicio que señala el Consejero señor Manuel Marfán y solamente está alertando que antes de ese ejercicio para ver coeficientes de ponderaciones, que vienen desde la matriz y que, ya está dado, habría que agregar dos temas. En primer lugar, si existe un elemento de juicio, ya que para aquellos componentes que son importados debe tenerse cuidado con el tipo de cambio que se utiliza. Indica en segundo lugar, que una ponderación de lo importado entre productos varía mucho el impacto del juicio que se aplica respecto del tipo de cambio, lo que en todo caso no invalida el ejercicio sino que sencillamente aleja la complejidad.

El Presidente señor José De Gregorio menciona que el ejercicio se hace más complejo cuando se observa que el petróleo y el trigo son fáciles de incluir, pero el resto de los insumos importados que tienen distinto origen, y con cambio de paridades, resulta más complejo, pero de todos modos le parece que con esa matriz sencilla se podrían invertir las matrices utilizando las tecnologías existentes.

El Gerente de Estudios señor Pablo García, en relación a la matriz solicitada por el Consejero señor Manuel Marfán, señala que si se observan los insumos que se consideran en el proceso analítico, que se puede discutir con algún grado de mayor detalle, la pregunta que se puede realizar presenta un aspecto académico con los niveles de inflación que se observan, en el sentido que esto consista en un *shock* adicional que se produjo en el último mes y eso explica que la proyección de inflación esté 200 puntos base por encima de lo que se apreciaba el mes pasado o bien que existan efectos de propagación que podrían afinarse aún más, pero no cree que el resultado de ese análisis sea de primer orden, atendida la magnitud del *shock* y las cifras de inflación que se están observando, versus otros ejercicios de proyección alternativos, que podrían realizarse y que suponen formas distintas, en el caso de un proceso inflacionario.

El Presidente señor José De Gregorio comenta que la pregunta que preocupa al Consejo desde hace bastante tiempo, es simplemente saber cuánto tiene de previsible el *shock* de alimentos que se ha producido, para conocer lo que ha estado sucediendo y que incluso tiene implicancia respecto de conocer si el horizonte es de dos años y también en orden a la capacidad con que se cuenta para controlar la inflación y la magnitud de la Tasa que se requiere para ello.



El Consejero señor Manuel Marfán señala que se debería observar los aumentos de salarios nominales y que, asimismo, se requiere conocer si esos son elementos adicionales o normales y para eso se elaboró una fórmula con la que se efectúa la comparación. En consecuencia, cree que en estos efectos de segunda vuelta no basta con decir que existen, porque esa es la sensación que tiene, ya que el punto de fondo es si esos efectos de segunda vuelta son mayores o menores de lo que se debería haber supuesto. Agrega que cuando se comparan las proyecciones anteriores no se sabe si los efectos son de segunda vuelta o si éstos corresponden a nuevos *shocks*. Indica que con este comentario quiere señalar que se requiere tener un mejor diagnóstico acerca de cuánto es endógeno y cuánto no lo es, para lo cual le parece relevante hacer un ejercicio que estima es bastante simple de realizar, ya que se cuenta con los números necesarios.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que si no existen efectos de segunda vuelta indeseados y los aumentos que se observan en los precios resultan de la aplicación mecánica de la regla de indexación, eso no asegura necesariamente la convergencia de la inflación, lo que también tiene una implicancia de política monetaria. Por otra parte, menciona que si no existe un efecto de segunda vuelta indeseado, pero hay *shock* de precios que afecta a la inflación y eso genera toda una dinámica de indexación, de acuerdo a las reglas preestablecidas, igualmente se requeriría una respuesta de política monetaria.

El señor Ministro de Hacienda estima que lo señalado por el Consejero señor Claro es correcto. Sin embargo, cree que ese comentario requiere de un matiz, ya que la política monetaria actúa entre otras cosas, para prevenir el desanclaje de expectativas.

El Presidente, señor José De Gregorio, suspende la Sesión a las 13:50 horas e informa que la misma se reanudará a las 16:00 horas.

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 125.

El Presidente señor José De Gregorio fija la Reunión de Política Monetaria de enero de 2009, para el jueves 8 de enero. Posteriormente, ofrece la palabra al Gerente de División Estudios señor Pablo García a fin de que presente las Opciones de Política Monetaria para esta Reunión.

El Gerente de División Estudios señala lo siguiente:

1. En la última Reunión de Política Monetaria, el Consejo acordó aumentar la Tasa de Interés de Política Monetaria en 50 puntos base, hasta 6,75% anual, dado el deterioro que había experimentado el panorama inflacionario y la necesidad de evitar una postergación indeseada de la convergencia de la inflación hacia el 3%. Se afirmó en esa ocasión que conducir la política monetaria de manera de reducir la elevada inflación actual hacia 3% en el horizonte de política, contribuye a mantener alineadas las expectativas privadas con la meta de inflación. Indica también que se excluyó la referencia a que estas expectativas estuvieran ancladas en la meta.



2. Agrega el señor Gerente de División mencionado, que desde dicha Reunión, las principales noticias que se han acumulado son las siguientes:
 - En el ámbito internacional, los indicadores coyunturales siguen mostrando una situación de debilidad cíclica en las economías desarrolladas y la situación financiera internacional sigue siendo incierta. Este factor, no obstante ha continuado aumentando la preocupación respecto de la inflación mundial, ha determinado que las perspectivas de política monetaria en las principales economías sean algo menos *hawkish* que las percibidas el mes pasado, especialmente en el caso de la Zona Euro.
 - Señala asimismo que el precio del petróleo y sus derivados volvió a subir, mostrando en el último par de días una reversión relevante y quedando en niveles ligeramente por encima de los del mes pasado. Agrega que los precios del conjunto de los productos básicos también han mostrado aumentos relevantes.
 - Menciona que aunque el mercado leyó negativamente las últimas cifras nacionales de actividad y empleo, el crecimiento de abril estuvo dentro de lo previsto y no se modifican mayormente las perspectivas de crecimiento para el segundo y tercer trimestres. Se siguen esperando registros de crecimiento interanuales superiores a 5% para el segundo semestre.
 - La inflación de junio sorprendió nuevamente al alza, lo cual aumenta el riesgo de que la inflación converja a la meta de forma más rezagada que lo contemplado en el *IPoM* de mayo si no se toman acciones paliativas. Señala que si bien parte importante del incremento de la inflación de junio y los meses anteriores es atribuible al aumento del precio internacional de los combustibles, una fracción de estos incrementos se puede imputar a la depreciación del peso durante el mes. Además, es probable que estos mayores costos estén incidiendo en los aumentos de otros precios internos, como los alimentos y las medidas subyacentes de inflación, induciendo una propagación mayor que la esperada.
 - Indica que los mayores registros inflacionarios de mayo y junio llevan a corregir al alza en más de tres puntos porcentuales la proyección a diciembre del *IPoM*.
 - Las expectativas de inflación han subido de forma marcada, lo mismo las perspectivas del mercado y de los analistas para la TPM en los próximos meses.
3. Comenta el señor García que los antecedentes sugieren la necesidad de ajustar nuevamente la Tasa de Política Monetaria en esta ocasión. Se estima, en todo caso, que un aumento de 25 puntos base es insuficiente dado el deteriorado panorama inflacionario. Un aumento de esa magnitud podría contemplarse si la información relativa a actividad y empleo, condiciones financieras internas, junto con las perspectivas para los precios internacionales y el crecimiento global, indicasen una disminución *ad-portas*, significativa y persistente de la inflación en Chile. La evaluación coyuntural no permite deducir que ello esté ocurriendo.
4. Por lo anterior, señala el señor Gerente de División Estudios que se considera que las opciones más plausibles para esta Reunión son aumentar la Tasa de Política Monetaria en 50 o en 75 puntos base.



5. Señala el Gerente de División Estudios que dada la magnitud de la desviación del panorama inflacionario, tanto respecto de lo contenido en el *IPoM* como de la meta misma, los criterios relevantes para ponderar una u otra opción, además de la eventual inclusión de un sesgo, son tres: (i) la magnitud del ajuste monetario requerido para que la inflación converja a 3% en los horizontes deseados; (ii) la temporalidad con la que este ajuste se desea implementar; (iii) la evaluación de la credibilidad del Banco, tanto respecto de su compromiso antiinflacionario como de su capacidad de lograr una reducción de la inflación.
6. El señor García indica que por ahora, se estima que la magnitud del ajuste monetario total supera con una elevada probabilidad una eventual decisión de alza de la Tasa de Política Monetaria de 50 puntos base en esta ocasión. Agrega que esto es congruente con los resultados de la Encuesta de Expectativas Económicas, donde incluso un tercio de las opiniones indican una Tasa de Política Monetaria en 8% o más a fin de año. Señala que los precios de activos financieros sugieren algo similar para el corto plazo, con niveles de la Tasa de Política Monetaria por encima de 8% para el segundo semestre del 2009. Estos antecedentes también indican que es posible que se requiera un ajuste acumulado de la Tasa de Política Monetaria incluso superior a 75 puntos base, dadas las actuales circunstancias. Los análisis realizados internamente, sin el detalle ni la profundidad del que se hace en las discusiones de los *IPoM*, van en la misma dirección.
7. Dado lo anterior, el señor García estima que es importante evaluar por qué no considerar dentro de las opciones un incremento incluso mayor de 75 puntos base. Por un lado, todavía hay grados relevantes de incertidumbre respecto de la dosis de ajuste monetario requerida. Por otro, un ajuste muy agresivo puede dar pie a interpretaciones de que el Banco Central de Chile tiene información más negativa de la que realmente divulga. Por último, menciona que los mecanismos de transmisión de la política monetaria pueden sufrir dislocaciones que amplifiquen insospechadamente el impacto de los ajustes en la Tasa de Política Monetaria si éstos son muy por sobre los habituales. Indica que estas consideraciones también entran, más mitigadas, en el balance de las opciones entre 50 y 75 puntos base en esta ocasión y en la discusión respecto de la temporalidad en la aplicación de los ajustes monetarios.
8. A partir de lo anterior, un ajuste de 50 puntos base en esta ocasión, con alta probabilidad requiere ser continuado en meses próximos con una o varias alzas adicionales, lo que sugiere incluir un sesgo en la comunicación de la decisión de hoy. Señala el señor Gerente de División Estudios que un ajuste de 75 puntos base disminuye, en ese sentido, la probabilidad de incluir un sesgo.
9. Finalmente, le parece que de forma trivial se puede argumentar que un ajuste de la Tasa de Política Monetaria más agresivo en esta ocasión apoya más la credibilidad del Banco Central de Chile, que un ajuste menor. Sin embargo, cree que es necesario tomar en cuenta que la comunicación global de la política monetaria requerida en las actuales circunstancias, incluyendo no solo la decisión misma sino también el tenor del comunicado y la eventual inclusión de un sesgo, es el elemento central a la hora de darle credibilidad a la política monetaria del Banco Central de Chile.



10. Hace presente el señor García que lo anterior incide en temas comunicacionales o tácticos que, como es habitual, se deben tomar en cuenta para ponderar de diversa forma las alternativas planteadas. El mercado anticipa de forma muy mayoritaria un ajuste al alza de la Tasa de Política Monetaria de 50 puntos base, por lo que un ajuste mayor podría ser sorpresivo. Sin embargo, se estima que la consideración táctica central está en si el Banco Central de Chile señala una dirección para ajustes futuros en la Tasa de Política Monetaria, los que, como se mencionó, están claramente internalizados por el mercado. En ese sentido, la ausencia de un sesgo en una decisión de alza de 50 puntos base sería probablemente leído como una política monetaria más blanda que la esperada. Esta eventualidad es menos probable en caso de que se decida excluir el sesgo en un aumento de la Tasa de Política Monetaria de 75 puntos base.

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

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán De Ramón manifiesta que, respecto a la decisión que debe tomar el Consejo en el día de hoy, hay tres aspectos que le parecen relevantes de considerar, todos ellos referidos al deterioro reciente en el panorama inflacionario.

En primer lugar, indica que la inflación anual medida desde julio de 2007 a junio de 2008 ha llegado a una cifra que bordea el 10%. Comenta que si bien ésta ha subido inicialmente por factores exógenos e incontrolables por el Banco Central de Chile, como los alimentos y el petróleo, también se ha incrementado por los efectos de segunda vuelta normales y probablemente también, por efectos de segunda vuelta indeseados, como se discutió en la mañana. Sin embargo, señala el señor De Ramón que en cualquiera de los tres casos, se requiere de una respuesta de política.

En segundo lugar, menciona que las expectativas de inflación se han deteriorado fuertemente desde la última Reunión de Política Monetaria, mostrando, a su juicio, un desanclaje si se toman en consideración los precios de los activos financieros y casi un desanclaje si se toma la Encuesta de Expectativas Económicas. En efecto, afirma que el mercado descuenta una inflación acumulada de casi 13% para el horizonte de política de dos años, es decir, un promedio de 6,5% para cada año, más del doble de la meta, esto considerando los activos financieros. Por otra parte, comenta que la Encuesta de Expectativas Económicas indica que la compensación 1 en 1 está cerca de 4%, en 3,8% exactamente.

En tercer lugar, indica que si bien el petróleo no ha continuado subiendo, hace presente que hoy subió 4% y está en US\$ 141. Señala el señor De Ramón que le parece difícil pensar que la inflación va a ir a la baja en los próximos meses, incluso si es que el precio del petróleo finalmente cayera. Lo anterior, lo fundamenta en que además de la continuación de efectos de segunda vuelta tanto deseados como indeseados, hay también algunos precios de bienes que están contenidos o subsidiados que aún tienen inflación futura, en especial en el ítem transporte.

Considerando este deterioro, señala el señor De Ramón que la opción válida en esta Reunión de Política Monetaria es aumentar la Tasa en 50 puntos base o más. Indica que las opciones que presenta la Gerencia de División Estudios contemplan también ese orden de magnitud.



Comenta el señor Gerente de División Operaciones Financieras que discutir si la opción de subir 50 puntos base es mejor que 75 puntos base es, en esta ocasión, menos importante. Mucho más lo es el sesgo que se debe dar al Comunicado, el que a su juicio debe ser alcista, marcando la pauta de lo que va a hacer el Banco Central de Chile en los próximos meses.

En resumen, señala el Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán De Ramón, pensar más que en el nivel de alza en la Tasa de Política Monetaria, lo que importa es la consistencia en el control de la inflación por parte del Banco Central de Chile, durante los próximos tres o cuatro meses.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco manifiesta que comenzará su intervención, señalando que existe un problema inflacionario y que, cualquier afirmación respecto a la política debe partir de esa consideración. Indica que en la labor de controlar la inflación, el Fisco evidentemente hará su parte. Respecto a la política monetaria, señala que no cabe ninguna duda que corresponde una contracción de la misma por las distintas razones de segunda vuelta e indeseadas las que, a su juicio, aún no se materializan, pero que podrían producirse en el futuro.

Agrega el señor Ministro que no se debe perder el sano hábito que ha tenido el Consejo, o los que lo integran ocasionalmente, de realizar un balance de los riesgos y que no se debe perder de vista que así como hay riesgos inflacionarios importantes, también existen riesgos de la actividad que son importantes, especialmente en el plano internacional. Señala que lo anteriormente expuesto no es para descalificar la opción de un *tightning* de la política monetaria, sino que para tener claro el cuánto y el sesgo. Estima el señor Ministro que existe también un segundo riesgo, que siempre ha enfatizado en el Consejo del Banco Central de Chile y que le parece muy importante, y es que los cambios bruscos de expectativas del mercado y las encuestas respecto a lo que el Banco Central de Chile realizará, se transformen en una guía excesivamente poderosa respecto a las decisiones que toma este Consejo. Indica que ese peligro está siempre presente cuando la situación es normal, y se exacerba cuando es más complicada, porque las declaraciones destempladas, las presiones, los anuncios y las expectativas extremas se multiplican. Por lo expuesto, cree el señor Ministro que lo que hoy corresponde hacer es entregar una señal ciertamente a favor de la estabilidad, pero al mismo tiempo, dejar muy en claro que hay otros riesgos y esto implica a su juicio, primero, hacer un incremento de la Tasa de Política Monetaria no mayor a 50 puntos base; segundo, dado el balance de riesgos, cree que una opción neutral deja más posibilidades que una opción al alza, no porque el Banco Central de Chile vaya a bajar las tasas de interés en el futuro inmediato, sino sencillamente porque hay diversos riesgos que podrían materializarse, tanto a nivel nacional como internacional en materia de actividad; y tercero, porque estima que este es un buen momento para extremar el cuidado con que se comunique, sin decir con esto que se debe comunicar menos sino que por el contrario, respecto al raciocinio que se efectúa para tomar las decisiones en cuanto a las proyecciones que fundamentan esta decisión.

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

El Consejero señor Sebastián Claro agradece la presentación y el análisis de la Gerencia de División Estudios y señala que concuerda con lo expresado en la Minuta de Opciones.



Menciona que desde la última Reunión de Política Monetaria existen dos noticias particularmente relevantes a la hora de analizar y proyectar las futuras decisiones de Política Monetaria. La primera es el alto registro de la inflación de junio, lo que no representa una sorpresa significativa y no solo confirma que la trayectoria de inflación en los próximos meses será significativamente distinta a la proyectada en el *IPoM*, sino que también comienza a dar sustento a las hipótesis de alzas más generalizadas de precios distintos a los alimentos básicos, energía y combustible. Indica que obtener evidencia contundente de esto es difícil dada la volatilidad de los registros mensuales, pero piensa que toma fuerza la idea que el peso de la prueba está en mostrar la ausencia de efectos de segunda vuelta.

Sin embargo, el señor Consejero estima que la noticia más importante en el último mes es la abrupta y generalizada alza en expectativas de inflación a distintos plazos y en todas las medidas alternativas que normalmente se observan. Señala que las compensaciones inflacionarias se encuentran en niveles muy altos, así como también distintas encuestas a agentes económicos y considera que éste es el fenómeno más serio que se enfrenta en la actualidad. Manifiesta el Consejero señor Claro que el alza de la Tasa de Política Monetaria en 50 puntos base en la Reunión anterior, aunque fue bien recibida por el mercado, no logró evitar un fuerte empeoramiento de las expectativas de las perspectivas inflacionarias. Indica que las causas de ello son diversas. Señala que aunque las causas de la inflación son principalmente externas, no es correcto desde un punto de vista conceptual ni práctico, sugerir que el Banco Central de Chile no es capaz de afectarla. Manifiesta el Consejero señor Sebastián Claro que los eventos en el exterior constituyen un determinante importante de la inflación, especialmente cuando el tipo de cambio nominal no es capaz de aislar completamente las fluctuaciones de precios relativos y también cuando dichos eventos afectan los costos de la desinflación. Sin embargo, comenta el señor Consejero que la capacidad del Banco Central de Chile de controlar la inflación a mediano plazo sigue intacta. Señala que el aumento en las expectativas de inflación refleja, en parte, una idea que se ha ido generalizando, y es que los eventos externos impiden el control de la inflación por parte de este Banco Central de Chile. Indica el señor Consejero que las acciones y discursos deben dejar claro que el Banco Central de Chile mantiene la responsabilidad y la capacidad de determinar la inflación en el horizonte de política, aun en un contexto complejo.

Manifiesta que el esquema cambiario basado en metas de inflación descansa esencialmente en un ancla nominal difícil de observar y no directamente controlable por el Banco Central, como son las expectativas de inflación. Agrega que el evidente debilitamiento en el control de esta ancla constituye el riesgo más serio al cual se está enfrentado, principalmente, porque se desconoce la dinámica inflacionaria que se puede generar con un desanclaje más persistente en las expectativas. Asociado a esto, señala el Consejero señor Claro que existe el serio riesgo de sufrir un costo en reputación importante para el Banco Central de Chile y una percepción de debilidad en el compromiso antiinflacionario es lo único que puede afectar objetivamente el control de la inflación por nuestra parte, en el mediano plazo.

El Consejero señor Sebastián Claro indica que las dos opciones planteadas por la Gerencia de División Estudios son adecuadas para la decisión de hoy, pero cualquiera de éstas son insuficientes para retomar el control de las expectativas de inflación. Señala que su opción es por aprobar un aumento de 75 puntos base en esta Reunión. Indica que es evidente que la Tasa de Política Monetaria está rezagada respecto a su nivel, consistente con el del impulso monetario requerido, y que una muestra de ello es que se ha paralizado la captación de depósitos en UF a menos de un año por parte de la banca. Sin embargo, cree que en una



circunstancia como la actual, la unanimidad del Consejo es una señal valiosa para el mercado, por lo que estaría dispuesto a sumarse al resto del Consejo en caso que la decisión unánime sea subir 50 puntos base y se dé un claro sesgo al alza en el Comunicado.

Agrega el Consejero señor Sebastián Claro que no es posible, y en parte indeseado, comprometer decisiones concretas de política monetaria en las próximas Reuniones, más allá del compromiso del Consejo de tomar todas las acciones requeridas para llevar la inflación a la meta en el período comprometido. Sin embargo, indica que una simple reafirmación de este compromiso le parece insuficiente. En su opinión, el Comunicado debe ser explícito en mencionar que nuevas alzas en la Tasa de Política Monetaria serán necesarias en la medida que las expectativas de inflación continúen siendo superiores a la meta. Adicionalmente, y reiterando lo mencionado, señala que la comunicación con el mercado debe enfatizar que está intacta la vialidad de la política monetaria como medio para controlar la inflación.

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

Señala el señor Consejero que la principal noticia del último mes es el significativo deterioro del panorama inflacionario. En el frente externo, las condiciones reales y financieras no han cambiado mayormente. Agrega que las perspectivas de crecimiento apuntan siempre a un debilitamiento moderado durante este año y el próximo. Sin embargo, la amenaza proveniente de los altos precios de los recursos naturales se ha intensificado. Señala el señor Consejero que los mercados financieros siguen con un grado importante de tensión. El proceso de reconocimiento de pérdidas por parte de los bancos continúa y el desafío de recomponer las hojas de balance sigue vigente y los mercados se muestran sensibles a las nuevas noticias. Señala el Consejero señor Marshall que la principal fuente de preocupación en el mundo es la inflación, la que se relaciona directamente con la escalada alcista del precio del petróleo y de los recursos naturales en general, los cuales han subido nuevamente en el último mes. Indica que la inflación incluso ha desplazado a la crisis crediticia como foco principal de atención en los mercados financieros.

Comenta el Consejero señor Enrique Marshall que, en el frente interno, los mercados monetario y crediticio continúan en un proceso de ajuste más bien gradual. Si bien la percepción de los oferentes es que los riesgos de crédito han aumentado, las tasas de interés y el crecimiento de la actividad bancaria, por el momento, muestran ajustes bastante moderados.

Menciona que el peso ha experimentado fluctuaciones en el curso del mes, pero que se ha consolidado en un nivel que marca una significativa depreciación, respecto de lo observado en el primer trimestre.

Comenta el señor Consejero que el registro de IMACEC de mayo reafirma la debilidad en la evolución de la actividad real agregada, pero que más allá de fluctuaciones mensuales, se confirma el escenario de desaceleración visualizado en el último *IPoM*. Indica que la demanda se mantiene dinámica y su tasa de crecimiento supera en varios puntos porcentuales a la del producto, lo que se traduce en una expansión significativa de las importaciones y en una reducción de las holguras generadas en la cuenta corriente de la balanza de pagos, por la bonanza del cobre. Señala que los componentes de la demanda más sensibles al ciclo, como son la inversión y el consumo durable, son los que muestran las tasas de crecimiento más elevadas. Por otra parte, el empleo sigue mostrando dinamismo y apoyando la expansión del consumo, mientras la tasa de desocupación se mantiene estable.



Manifiesta el Consejero señor Enrique Marshall que en el último mes el panorama inflacionario experimentó un nuevo deterioro. El alto registro mensual de junio volvió a elevar la inflación anual, ubicándola en 9,5%, lo cual ha generado una marcada preocupación por la trayectoria futura de la inflación y su convergencia a la meta. Por su parte, el mercado ha reaccionado ajustando nuevamente sus expectativas de inflación, las que han alcanzado niveles muy altos, constituyéndose en una seria amenaza para la convergencia inflacionaria, más allá de las legítimas dudas o incertidumbres que pueden existir sobre la forma como se generan, sobre su medición estadística, o sobre la forma como entran en la dinámica inflacionaria. Señala el Consejero señor Enrique Marshall que este crudo diagnóstico se morigera, en alguna medida, al evaluar el proceso de propagación del *shock* inflacionario hacia otros precios y remuneraciones. En particular, la propagación hacia los salarios, que es crucial para evitar una espiral inflacionaria, se puede calificar hasta ahora como moderada. Sin embargo, indica el Consejero señor Marshall que el riesgo de una intensificación de estos efectos de segunda vuelta ha aumentado debido a la sucesión de alzas a lo largo del tiempo y al nivel ya alcanzado por la inflación.

Congruente con todos estos desarrollos, el Consejero señor Marshall señala que el mercado ha ajustado sus expectativas para la Tasa de Política Monetaria y espera que ésta suba en forma significativa respecto de su nivel actual. Agrega que el ajuste esperado, según la fuente de información utilizada, varía entre 100 y 125 puntos en lo que resta del año y se anticipa, al mismo tiempo, que parte importante de este incremento ocurra en esta Reunión. En suma, las noticias tanto externas como internas configuran, en su opinión, un cuadro macro con una inflación mucho más elevada y bastante más persistente que la visualizada con anterioridad y con riesgos bastante más altos para su trayectoria futura. Por todo ello, el Consejero señor Enrique Marshall estima que la decisión de política que corresponde es subir la tasa de interés, para acomodarla a este nuevo escenario y coincide con las opciones presentadas en la Minuta de Opciones presentada para esta Reunión. En estas circunstancias, indica que con holguras de capacidad muy limitadas o prácticamente nulas, con precios de los combustibles y de los alimentos que no aflojan, y con un peso significativamente depreciado respecto del nivel del primer trimestre, una reacción vigorosa de la política monetaria es crucial. Manifiesta que la magnitud del ajuste requerido y, en particular, su dosificación en el tiempo admiten cierta discusión, pero le parece, que un alza de 25 puntos debe ser descartada y que las opciones plausibles son las planteadas por la Minuta señalada. Indica el señor Consejero que, considerando que el mercado ha reaccionado con bastante fuerza a las noticias de inflación, le parece razonable un alza de 50 puntos base, que es la esperada mayoritariamente para esta Reunión. Con este movimiento, se tendrían dos alzas sucesivas que suman 100 puntos base, lo que constituye una reacción de política suficientemente contundente.

Manifiesta el Consejero señor Marshall que con una alta probabilidad, este incremento de 50 puntos base deberá ser seguido por otros en los próximos meses. Comenta que se podría plantear por qué no se efectuó un ajuste mayor o incluso todo el ajuste requerido en esta oportunidad, a lo que señala que no le parece prudente sorprender al mercado en esta oportunidad, ya que cierta dosificación del ajuste brinda espacio para que las decisiones de crédito y gasto puedan ser revisadas y ajustadas a la luz de las nuevas circunstancias, sin sobresaltos ni alteraciones indeseadas. Si ello ocurre, el accionar de la política monetaria se podría facilitar significativamente.

Congruente con ello, estima el Consejero señor Marshall que el Comunicado debería asumir un sesgo restrictivo, lo que complementaría muy bien la decisión de subir la tasa en 50 puntos base y reforzaría la credibilidad en la conducción de la política monetaria.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 125
Política Monetaria
10.07.2008 27.-

En suma, señala el Consejero señor Enrique Marshall que su voto es por subir la tasa de política monetaria hasta 7,25%.

El Consejero señor Manuel Marfán agradece como siempre el análisis del *staff*. Señala que, respecto de la Minuta de Opciones, hace suyo el listado de antecedentes relevantes a considerar desde la anterior Reunión de Política Monetaria que se contiene en el párrafo dos y añade como elementos relevantes adicionales, la percepción de una mayor vulnerabilidad financiera de la economía global respecto del mes anterior y, en lo interno, un aumento preocupante en el resultado de la encuesta de expectativas económicas para la inflación en 23 meses, tanto en su media como en su dispersión. Agrega que lo más relevante del conjunto de noticias señalado, más que la nueva sorpresa inflacionaria ya registrada, es la percepción que ésta no convergería a su nivel meta en el plazo de dos años.

Comenta el señor Consejero que en ocasiones anteriores ha señalado que cambios en la tasa de 50 puntos base deben reservarse para ocasiones especialísimas, y que así lo fue hace un mes y así lo sigue siendo hoy. Desde esa perspectiva, le parece adecuado que las opciones a evaluar sean aumentar en 50 o en 75 puntos base la tasa de política, descartando aumentos inferiores, por la necesidad precisamente de reforzar el esquema de política. Indica que mantener alineadas las expectativas de inflación con la meta de política es la mejor manera de minimizar los costos reales de la estabilización. Manifiesta que la inversión en credibilidad en la regla de política requiere actuar de manera que coincida el discurso con la acción, hasta en sus componentes más sutiles. Así, a su juicio, es más importante el contenido y el tono del Comunicado que la magnitud del ajuste de la tasa, ya que un ajuste exagerado puede eventualmente interpretarse como una sobre-reacción con un impacto contraproducente en la respuesta de los formadores de precios.

Señala el Consejero señor Marfán que le parece más creíble y más prudente mantener un ritmo de aumentos fuertes hoy, y de ser necesario también a futuro, hasta producir la convergencia deseada de las expectativas. Indica que solo a partir de allí los movimientos en la tasa podrán recuperar un ritmo de variación más normal.

Por las razones expuestas, el Consejero señor Manuel Marfán vota por un aumento en la tasa de 50 puntos base con un sesgo al alza en el Comunicado, y un mensaje que concentre la argumentación principalmente en el alineamiento de las expectativas.

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

Señala que la decisión de hoy se encuentra fuertemente influida por los desarrollos de los últimos 30 días, tanto en el plano externo como interno.

Indica el señor Vicepresidente que tal como ya observó la Gerencia de División Estudios, la economía internacional comenzó a mostrar un mayor grado de debilidad a partir del segundo trimestre. Sin embargo, en el plano externo la noticia más importante ha sido el fuerte incremento registrado por el precio del petróleo y de otros productos básicos, los que alcanzaron en varios casos, nuevos *records* históricos, sin perjuicio de que en los últimos días se ha advertido una reversión importante de estos mismos precios.



Comenta el señor Vicepresidente que las noticias más importantes se dieron en el plano interno, particularmente con los registros de inflación de junio, los que sorprendieron fuertemente al alza. Indica que esta sorpresa se relaciona, en primer lugar, con el aumento que registró el precio internacional de los combustibles, así como con la depreciación del tipo de cambio nominal, y, en segundo lugar, con aumentos superiores a los esperados en el rubro alimentos, pero no cabe duda que también tuvieron incidencia aumentos de precios resultantes de un grado de propagación inflacionaria superior al anticipado.

Señala el señor Vicepresidente que no cabe duda que después de los registros inflacionarios de mayo y junio, se está frente a un nuevo panorama inflacionario que se aleja del escenario base del *IPoM* de mayo y que podría dar lugar a una convergencia inflacionaria más lenta que la prevista en ese Informe. Esta nueva realidad le parece que se ha visto reflejada en proyecciones de inflación para diciembre de este año, que se encuentran más de 3 puntos porcentuales por encima de la proyección del *IPoM*.

Comenta el señor Vicepresidente que las diversas encuestas de expectativas de inflación reaccionaron frente a estas noticias con aumentos en la inflación prevista a 12 meses de al menos 1 punto porcentual. En tanto, las medidas de compensación inflacionaria se han elevado en algo más de 80 puntos base en relación a sus niveles de un mes atrás.

Por otra parte, indica que los costos laborales crecen a tasas que se estiman son acordes con las cláusulas habituales de indexación, pero que nada garantiza que ello se mantenga en el futuro, especialmente si se consolida una expectativa de lenta convergencia de la inflación a la meta.

Frente a esta realidad, el Vicepresidente señor Desormeaux coincide con la recomendación de la Gerencia de División Estudios, en el sentido que un aumento de 25 puntos base no resulta suficiente para hacer frente al deterioro que han experimentado las perspectivas de inflación y que las opciones de aumentar la Tasa de Política Monetaria en 50 o en 75 puntos base en esta Reunión, aparecen como las más apropiadas.

Menciona el señor Vicepresidente que aún cuando la trayectoria de la Tasa de Política Monetaria necesaria para asegurar la convergencia de la inflación a la meta luego de las sorpresas de mayo y junio no se conocerá hasta la elaboración del *IPoM* de septiembre, en agosto próximo, está claro que dicha convergencia requerirá de aumentos acumulados de dicha Tasa de más de 75 puntos base. De hecho, indica que el mercado espera aumentos acumulados de al menos 100 puntos base adicionales de aquí al segundo semestre de 2009.

Manifiesta el señor Vicepresidente que para optar entre ambas alternativas, se deben considerar los siguientes antecedentes: En primer lugar, el mercado espera en forma casi unánime, un alza de 50 puntos base, de lo que se desprende que un alza de 75 puntos base o más, podría ser evaluado como indicativo de que el Banco Central de Chile prevé un panorama inflacionario aún más negativo que el del mercado. En segundo lugar, el panorama externo sigue mostrando mucha incertidumbre, tanto en materia de actividad como en el plano financiero. Desde ese punto de vista, un ajuste muy "*front loaded*" podría resultar inconveniente. Por último, la potencia de la política monetaria no depende solo del nivel de la Tasa de Política Monetaria en un momento dado del tiempo, sino especialmente de la trayectoria futura que proyecte el mercado a partir de la información que entregue el Banco Central de Chile y de su capacidad para asegurar la convergencia inflacionaria. Por las razones expuestas, señala que su preferencia es por un alza de 50 puntos base en esta Reunión, la que debería ser seguida de



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 125
Política Monetaria
10.07.2008 29.-

un Comunicado que presente con gran claridad el compromiso del Consejo de hacer lo que sea necesario para que la inflación converja a la meta en el horizonte de política. Del mismo modo, debe informarse que, para asegurar dicha convergencia, el Consejo estima que se requerirá de nuevos incrementos de la Tasa de Política Monetaria en el futuro.

En consecuencia, el Vicepresidente señor Jorge Desormeaux manifiesta que su voto es por un alza de la Tasa de Política Monetaria a 7,25% anual.

El Presidente señor José De Gregorio manifiesta que el escenario mundial sigue altamente incierto. Indica que no se pueden descartar diversos desarrollos de mayor desaceleración, de repercusiones más severas en las economías emergentes, pero por sobre todo, de nuevos aumentos del precio del petróleo. Por su parte, indica que la actividad interna está creciendo a los niveles esperados en nuestro último *IPoM*, y que a pesar de las incertidumbres, no hay antecedentes sólidos que indiquen un cambio sustantivo del actual panorama.

Menciona el Presidente señor De Gregorio que la noticia más importante y perturbadora es que por segundo mes consecutivo, se enfrenta una importante sorpresa en materia de inflación. Aunque en el último mes ésta se concentró de manera importante en combustibles, ya se comienzan a observar señales que podría haber, a los actuales niveles de tasas de interés, una persistencia mayor a la deseada e inconsistente con la convergencia de la inflación en un horizonte de dos años. Por lo tanto, en su opinión, este escenario requiere de una reducción del impulso monetario.

No obstante, comenta el señor Presidente que lo más preocupante de la actual coyuntura inflacionaria es el aumento de las expectativas de inflación a todos los horizontes y con diversas medidas. Señala que se ha argumentado, en reiteradas ocasiones, que las distintas medidas de compensación inflacionaria tienden a sobreestimar las verdaderas expectativas de inflación implícitas en las decisiones de precios y salarios. Indica que también se ha observado que la evolución de salarios es coherente con la convergencia de la inflación a la meta. No obstante, le parece que los niveles actuales de las expectativas, así como la dinámica de precios de algunos bienes no afectados directamente por los *shocks* de precios internacionales, son preocupantes y sugieren la necesidad de un ajuste de la Tasa de Política Monetaria.

Manifiesta el señor Presidente que no se pueden hacer descansar las proyecciones en supuestos optimistas. Agrega que para mitigar los significativos riesgos que se enfrentan hoy, se debe actuar considerando un escenario de deterioro inflacionario en el cual la evolución de las expectativas puede filtrarse a la formación de precios, con nefastas consecuencias sobre la evolución de la inflación. Indica que es importante que los salarios crezcan con moderación y que contemplen una caída futura de la inflación. Igualmente para los precios de bienes y servicios.

Asimismo, señala que las proyecciones de corto plazo de la inflación, al igual que las expectativas privadas, son mayores a las del último *IPoM*, y que por ello, es necesario prevenir que estos potenciales mayores registros perduren por un tiempo más allá de lo consistente con la meta de inflación.



Comenta el Presidente señor José De Gregorio que todo lo anterior sugiere subir la Tasa de Política Monetaria en al menos 50 puntos base. Más aún, las perspectivas macroeconómicas para los próximos meses sugieren que, con el propósito de contener los efectos de segunda vuelta indeseados, habrá que seguir subiendo la Tasa. Por lo tanto, el Comunicado debería ser con un sesgo al alza, para informar de manera transparente que eso es lo más probable que ocurra en los meses venideros. Señala el señor Presidente que subir 25 puntos base es absolutamente insuficiente, pues hoy es necesario, además de reducir el impulso monetario para que la inflación se contenga, dar una señal contundente de que el compromiso es que en un horizonte de 24 meses la inflación esté de vuelta en 3% y no más. Indica que no hacerlo podría provocar una riesgosa dinámica de expectativas que haría muy complejo el retorno de la inflación a su meta. Subirla en 75 puntos base, aunque no descartable, pudiera también entregar señales confusas. El señor Presidente cree que lo más importante hoy es indicar que en el futuro vendrán más alzas de tasas y que ellas ocurrirán, como es usual, evitando sobre-reacciones o extrema sintonía fina, especialmente en un escenario tan volátil como el actual. Finalmente, señala que se tendrá que analizar cuidadosamente la nueva información que se vaya acumulando, en especial del escenario externo, pero que es altamente improbable que ocurran eventos que eviten futuras alzas de tasas.

Por todo lo anterior, el Presidente señor José De Gregorio vota por subir la Tasa de Política Monetaria en 50 puntos base a 7,25%, con un sesgo al alza en el Comunicado.

El Presidente señor José De Gregorio consulta al Consejero señor Sebastián Claro si se suma a la votación de la mayoría de los Consejeros, en cuanto a subir la Tasa de Política Monetaria en 50 puntos base.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que tal como lo indicó al expresar su voto, se suma a la votación de los señores Consejeros, en el sentido de aumentar la Tasa de Política Monetaria en 50 puntos base, con un sesgo al alza en el Comunicado.

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

125-01-080710 – Tasa de Política Monetaria.

En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile, acordó aumentar la tasa de interés de Política Monetaria en 50 puntos base, hasta 7,25% anual.

Comunicado

“En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile, acordó aumentar la tasa de interés de Política Monetaria en 50 puntos base, hasta 7,25% anual.

Dado el deterioro del panorama inflacionario, este aumento de la tasa de política es necesario para asegurar la convergencia de la inflación hacia el 3% en el horizonte de política.

En el ámbito externo, las perspectivas de actividad para las economías desarrolladas se mantienen débiles y los mercados financieros internacionales siguen tensionados. El precio del petróleo se ha mantenido elevado, mientras que los precios de la mayoría de los productos básicos han vuelto a aumentar. Las presiones inflacionarias en el mundo se han acentuado.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión Nº 125
Política Monetaria
10.07.2008 31.-

En el plano interno, la información disponible de actividad para el segundo trimestre es coherente con las perspectivas de expansión para el año contenidas en el último Informe de Política Monetaria. La demanda interna continúa creciendo a tasas elevadas, particularmente en su componente importado, y el desempleo se ha mantenido estable.

La inflación de junio superó significativamente lo anticipado, debido a nuevos aumentos en los precios de la energía y de los alimentos. Las medidas subyacentes de inflación y varias medidas de expectativas de inflación se han incrementado, lo que sugiere una propagación inflacionaria mayor que la prevista. La dinámica salarial sigue ajustada a patrones históricos.

El Consejo reafirma su compromiso de conducir la política monetaria de manera de reducir la elevada inflación actual hacia 3% en el horizonte de política. Ello resulta esencial para alinear la dinámica inflacionaria con el objetivo de estabilidad de precios. La trayectoria futura de la TPM dependerá de la nueva información que se acumule y de sus implicancias sobre la inflación proyectada, aunque en el escenario más probable serán necesarios ajustes adicionales para asegurar la convergencia de la inflación a la meta."

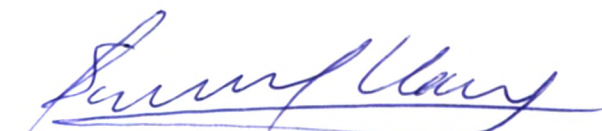
El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17.50 horas.

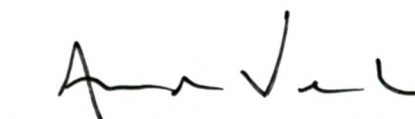

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Vicepresidente


JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Presidente


ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero


MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero


SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero


ANDRÉS VELASCO BRAÑES
Ministro de Hacienda


JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR
Ministro de Fe (S)