



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 116 celebrada el 13 de diciembre de 2007

En Santiago de Chile, a 13 de diciembre de 2007, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don José De Gregorio Rebeco y con la asistencia del Vicepresidente don Jorge Desormeaux Jiménez y de los Consejeros don Manuel Marfán Lewis, don Enrique Marshall Rivera y don Sebastián Claro Edwards.

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

Asisten también:

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

El Presidente señor José De Gregorio da comienzo a la Sesión dando la bienvenida al nuevo Consejero señor Sebastián Claro Edwards quien asiste por primera vez a la Reunión de Política Monetaria. Agrega que también asiste en esta oportunidad como nuevo Vicepresidente del Consejo y del Banco Central de Chile, el señor Jorge Desormeaux Jiménez.

Asimismo, comenta que el señor Ministro de Hacienda se incorporará a la Sesión de la tarde, ya que se encuentra realizando actividades propias de su cargo. En todo caso, se encuentra presente en la sala, su Asesor el señor Luis Felipe Céspedes.

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

El Gerente mencionado comenta que entre los aspectos destacados para esta Reunión, cabe destacar que se han acentuado las preocupaciones respecto a los efectos de la crisis *subprime* sobre el sistema financiero y sus consecuencias sobre el crecimiento de las economías. Indica que hay problemas de liquidez para el corto plazo que se han visto



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 116
Política Monetaria
13.12.2007 2.-

acrecentados en las economías desarrolladas motivando en lo más reciente, especialmente en el día de ayer acciones coordinadas de parte de un conjunto de bancos centrales, incluyendo naturalmente a la Reserva Federal y al Banco Central Europeo. Indica que adicionalmente, ante la posibilidad que las carteras de créditos hipotecarios se siguieran deteriorando, el Departamento del Tesoro de Estados Unidos de América anunció la decisión de congelar las tasas de los créditos más comprometidos, buscando también acotar la disipación de la crisis *subprime*. Agrega que al reciente recorte de 25 puntos base en la tasa *Fed Funds* de Estados Unidos de América, se sumarían nuevas bajas durante los últimos meses.

Señala el señor Gerente que en Japón las expectativas dan cuenta de una postergación de alzas, mientras que en la Zona Euro se mantendrían estables durante los próximos trimestres.

Menciona el Gerente señor Lehmann que respecto a paridades se observa que el dólar, al menos durante las últimas semanas, detuvo la trayectoria de apreciación observada en los meses previos recuperándose ligeramente en términos multilaterales. En tanto, respecto al euro y yen se muestran relativamente estable.

Respecto a *commodities*, señala el señor Lehmann, que el precio del petróleo ha registrado alta volatilidad ubicándose actualmente cerca de US\$ 94 el barril, mientras que el precio del cobre se reduce durante el mes en torno a 4% por las expectativas de menor demanda. Por otro lado, indica que con respecto al precio del trigo, éste ha aumentado 22% en el mes, lo que ha ocurrido, fundamentalmente, debido a restricciones de ofertas de países productores de trigo, aunque los indicios de un aumento importante de las superficies plantadas, llevarían a retrocesos en su cotización durante los próximos trimestres.

Señala el Gerente de Análisis Internacional que respecto a los indicadores de actividad de Estados Unidos de América, predominan las notas negativas, particularmente la producción industrial que baja; indicador líder que también muestra retroceso; precios de viviendas que continúan cayendo; confianza de consumidores que se deteriora, y particularmente, el caso del ISM no manufacturero que también presenta notas más bien negativas y la morosidad de hipotecas que también aumenta. Señala algunos datos positivos en el margen: capacidad utilizada, esto es desde el punto de vista de la inflación; presión inflacionaria que tiende a caer, lo que está en línea con la desaceleración de la actividad; marginalmente inicio de viviendas algo mejor de lo esperado, pero la visión general es que la nota en términos de actividad para Estados Unidos de América da cuenta de una desaceleración. No obstante lo anterior, indica el señor Gerente que el registro para el tercer trimestre de crecimiento para Estados Unidos de América se revisó al alza, de 4,9% y destaca particularmente el aporte de las exportaciones netas, que de hecho es más alto que el del segundo trimestre y por cierto mayor que el del primero. Agrega que también se tiene un aporte en el consumo privado que sigue siendo positivo, pero que se revisó en el margen hacia abajo. Indica que la confianza de consumidores, en línea con esta visión de que tal vez el consumo debería ir desacelerándose en los próximos trimestres, tiende a caer de manera importante. Por otro lado, menciona que el dato de la *Universidad de Michigan* muestra que la confianza de consumidores cae fuertemente, el del *Conference* muestra una situación análoga equivalente. Por otra parte, el consumo, ha tendido a desacelerarse y debería acrecentar esta tendencia si es que la correlación que se ha dado, tal vez no tan claramente en algunos periodos, se mantiene hacia delante.

4



Respecto a presión inflacionaria, un dato que ha sido más bien positivo, pero que no es el predominante, es que las presiones inflacionarias por el lado de costos laborales han tendido a reducirse; el CLU ha tendido a caer, lo que en variación en doce meses está en torno a 3% y de hecho el dato mes a mes es más bien negativo. Lo anterior, ha estado muy asociado a un aumento importante en productividad, que de hecho ha sido revisada al alza particularmente para el último trimestre. Por otro, lado estima que han aparecido presiones por el lado de otros precios. Indica que el dato IPC variación en doce meses está sobre 3%; y se observan un par de medias podadas que de hecho ya se mostraron el mes pasado, pero que dan cuenta justamente de una tendencia que se ha mantenido, es decir un aumento en el margen. Agrega que esta primera media podada toma la mediana de la distribución de los precios. Por otro lado, la segunda media podada, que es una distribución truncada, saca las colas 16% a cada lado y el *IPC Core* si bien se mantiene en niveles cercanos a 2%, también muestra en el margen un ligero aumento.

Comenta que desde el punto de vista de los deflatores del *IPC* se observa que también aumentan. Asimismo, el *IPC Core* si bien se mantiene relativamente estable, en torno a 1,8%, existe también una medida de tendencia inflacionaria y una desviación truncada análoga a la del *IPC* que muestra también en el margen algún aumento. Indica que de todos modos existen algunas preocupaciones por ese lado que se están reflejando en las medidas de tendencia.

El Gerente señor Lehmann menciona que respecto a la Zona Euro, se observan indicadores que han sido más bien mixtos. Agrega que se cuenta con buenas cifras desde el punto del PMI, tasa de desempleo que se ha mantenido baja para sus estándares históricos, balanza comercial también positiva, indicadores neutros respecto a consumo, inversión, gasto y PIB porque estaba más bien en línea con lo esperado. Por otra parte, desde el punto de vista del sentimiento económico algunas notas negativas, que claramente dan cuenta de una esperada desaceleración en la actividad en Europa o de industriales que también están mostrando signos negativos. Comenta también el señor Lehmann que la Encuesta *CEP* para Alemania, en particular en término de sentimiento económico de empresarios, está dando cuenta también de una visión más pesimista hacia los próximos trimestres. Ello, no obstante el crecimiento del tercer trimestre, que fue conocido también durante las últimas semanas, y que estuvo en línea con lo esperado. Destaca la contribución de la inversión y del consumo, pero como ya decía, lo que se debería esperar hacia adelante es más bien una desaceleración. Señala que lo anterior está en línea con los indicadores de PMI Manufacturero, equivalente al *ISM* en Estados Unidos de América, que han mostrado una tendencia a la desaceleración, no obstante un aumento en el margen para algunas economías, pero la tendencia es claramente hacia la baja. Comenta que el PMI servicios presenta una marcada tendencia hacia la desaceleración, pero particularmente la confianza de consumidores es la que registra la mayor caída tal como se ha observado también en el caso de Estados Unidos de América.

Indica el Gerente de Análisis Internacional que se observan fuertes caídas en las percepciones en términos de expectativas hacia delante de consumidores, lo que es transversal en todas las economías y en particular para la Zona Euro en su conjunto.

Por otro lado, el señor Gerente mencionado señala que respecto a la inflación, ésta se muestra contenida. Si se mira la inflación subyacente, algo por debajo de 2%, en línea con las metas explícitas del Banco Central Europeo, pero si uno observa los datos totales de inflación se aprecian aumentos relativamente importantes, de alrededor de 3% la inflación, total para la Zona Euro. Asimismo, el EPP también muestra aumentos importantes y el componente alimentos del *IPC*, también se acerca a 4%, lo que es común en casi todas las economías, pero

h



existen algunos elementos de cuidado, que particularmente en el caso de Europa se han estado reflejando en tasas de interés.

Señala el Gerente señor Lehmann que respecto a los indicadores de Japón, estos datos han sido también relativamente mixtos, pero particularmente en lo referente a expectativas hacia futuro, lo cual es coherente con una visión de una economía que va a tender a desacelerarse de manera análoga, tal como se espera en el caso de Europa y Estados Unidos de América.

También se pudo observar un dato con distintos componentes para el *PIB* del tercer trimestre que estuvo en línea con lo esperado. Destaca particularmente el aporte que siguen entregando las exportaciones netas y el consumo que se muestra también más colaborador respecto a los trimestres anteriores. La inversión, sin embargo, presenta caídas versus estabilidad al menos en el segundo trimestre y aportes muy significativos en la primera mitad del año.

Comenta el Gerente de Análisis Internacional que respecto a la inflación, ésta se mantiene en rangos muy cercanos al 0%, pero se observan aumentos en el margen, seguramente liderados por componentes de alimentos. Agrega que si se descuentan los componentes de alimentos y energía, siguen mostrando caídas en doce meses. Señala el señor Lehmann que los indicadores del crecimiento mundial para este año no presentan diferencias respecto a lo que teníamos hace un mes, salvo diferencias muy marginales en Estados Unidos de América, derivado del crecimiento efectivo que se ha registrado el tercer trimestre, pero sí se observan ajustes más importantes hacia 2008 y esto liderado por un ajuste en Estados Unidos de América. Agrega que lo anterior se refiere al escenario base, pero también existe un escenario alternativo, que da cuenta de la posibilidad de una recesión. Comenta que no se ha estado utilizando *Consensus Economic Forecast*, que está mostrándose bastante más optimista, y el que se está considerando constituye un juicio respecto a distintos bancos de inversión que están dando cuenta de sus proyecciones para Estados Unidos de América. Señala que *Consensus Economic Forecast* está un poco al margen, no obstante ha estado también ajustándose al margen hacia abajo, pero todavía está algo fuera de lo que los bancos de inversión que con más frecuencia han estado revisando en términos de crecimiento. Por su parte, el menor crecimiento de Estados Unidos de América también llevaría a un menor crecimiento en el caso de Europa y Japón. En la situación de China el ajuste es bastante marginal, en el sentido que el menor crecimiento de Estados Unidos de América afecta en menor forma a China. El resto de Asia sí cae también derivado del menor crecimiento para China, y en América Latina no se observan cambios.

El Gerente señor Lehmann señala que respecto a *commodities*, el cobre cayó. Agrega que estos datos no son equivalentes a las cifras que se mostraron en los destacados porque se están considerando los tres últimos días hábiles hasta el 11 de diciembre, y si se agregaran los datos recientes se observaría una caída más cercana a 4% – 5% en el caso del cobre. En el caso del petróleo, ayer experimentó un aumento importante en torno a 4% más menos, y si se compara la Reunión de Política Monetaria pasada versus la Reunión de Política Monetaria de hoy, el precio del petróleo está algo estable, al igual que el precio de la gasolina. En el caso del trigo, el aumento es algo por sobre el 20%; el maíz más menos 9%; celulosa, molibdeno y harina de pescado en torno a 2%. Lo anterior son variaciones respecto a la Reunión de Política Monetaria pasada, afinando un poco los precios más recientes. El precio del petróleo ha mostrado una tendencia al alza en un contexto de producción que no responde a la mayor demanda. También se muestra cuál ha sido la trayectoria del precio del petróleo BTI. Agrega que para entender algo de lo que está pasando con este mercado, se presentan las evoluciones de la producción, desglosando lo que constituye información OPEP de la que no lo es. Señala el señor Lehmann que de lo anterior se aprecia que la OPEP estuvo durante gran



parte del año acortando su producción, la que fue complementada en cierto grado por los países que no forman parte de la OPEP. En lo más reciente, sin embargo, se ha observado un aumento en la producción de los países OPEP, particularmente Arabia Saudita que presenta holguras. Menciona el señor Lehmann que en lo más reciente el tema central está asociado a mirar los inventarios y el mercado del *heating oil*, y como se aprecia éstos están relativamente bajos en relación a lo observado en años anteriores, y particularmente durante el año 2006, lo que está presionando el precio de ese *commodity*.

El Gerente de Análisis Internacional comenta que respecto a las trayectorias, si se observan los datos más recientes del precio petróleo, no hay una diferencia sustancial respecto a lo que se observaba hace un mes, y son básicamente las mismas, incluso marginalmente por arriba en el caso del precio del petróleo, que se obtiene de los futuros que constituye la metodología habitual. En el caso de la gasolina se observa también una trayectoria parecida, tal vez con alguna diferencia más específica en el margen, asociada a datos efectivos de precios que fueron algo mayores de lo que anticipaban los futuros.

Respecto al precio del cobre, indica el señor Gerente, que es similar a lo que se observaba hace un mes, pero algo por debajo como consecuencia de los datos más recientes que se han apreciado en términos de precios efectivos. Comenta que, resumiendo lo que son proyecciones de lo que hemos anticipado para los años 2007, 2008 y 2009 sobre la base de los mismos antecedentes, se presentan cambios más bien marginales en el precio del petróleo lo mismo que para la gasolina y en el caso del cobre, también son más bien marginales. Con respecto a la leche, ésta se ha mantenido relativamente estable, y más bien ha tendido a caer en los mercados internacionales, pero por ahora no hemos modificado nuestras proyecciones.

Respecto a mercados financieros, se incorporan movimientos más agresivos de la Tasa de Política Monetaria en Estados Unidos de América. Esto incorpora por cierto los datos referentes al mercado financiero, las turbulencias y pérdidas que están registrando los bancos de inversión más importantes, así como también expectativas de menor crecimiento hacia delante.

El Gerente señor Lehmann comenta que para la Reunión de la Reserva Federal del 30 de enero, el mercado está anticipando en su mayoría nuevos recortes, de 25 puntos base en un 40% a 50%; 50 puntos base a 20% o algo más de eso y marginalmente un recorte aún más agresivo en opinión de otros agentes.

Respecto a tasas de interés de largo plazo éstas han retrocedido en Estados Unidos de América. La tasa nominal muestra una caída. Sin embargo, aún hay bastante volatilidad, con algún movimiento hacia el alza derivada de una visión en principio muy positiva respecto a las medidas anunciadas por los bancos centrales, y posteriormente tendió a revertirse. Por su parte, señala el Gerente señor Lehmann que la compensación inflacionaria se ha mantenido relativamente estable, tendiendo incluso a la baja, y que hoy marginalmente subió derivado de que se publicó el dato de IPP para Estados Unidos de América que se mostró bastante alto, sobre el 7%.

En el caso de Europa, la historia es algo distinta, ya que de hecho la tasa ha tendido a aumentar casi 15 puntos base, mientras que en Estados Unidos de América tiende a caer más menos en la misma magnitud, y en Japón se observa relativamente estable. En Europa si bien hay preocupación desde el punto de vista del crecimiento, y una expectativa de desaceleración, ha predominado tal vez más que en Estados Unidos de América una preocupación por la inflación, que ha tendido a subir en algún grado, particularmente las tasas largas. Uno de los elementos que ha predominado los movimientos durante este mes ha sido la volatilidad. Los *swaps spreads*, por su parte, han tenido bastante variabilidad, con tendencia



al alza. Agrega que esta medida que da cuenta del premio que se paga al inversionista por pasar de tasa variable a tasa fija de largo plazo, posteriormente cayó y luego volvió a subir. Se ha observado bastante movimiento en este sentido, pero en general hay un *swaps spread*, un premio por liquidez que se ha mantenido por sobre los promedios históricos de 2006. Añade el señor Gerente que los problemas de liquidez se han reflejado particularmente y con gran fuerza en las tasas de corto plazo. Señala el señor Gerente que tal vez lo más destacado es el movimiento que han tenido las *Libor* que de hecho han mostrado aumentos, contrariamente a lo esperado, lo que podría explicarse exclusivamente por un tema contable de las empresas que toman posiciones en depósitos a 30 días para mostrar un balance positivo.

Continúa su exposición el Gerente señor Lehmann, señalando que en términos de paridades cambiarias el dólar se recupera levemente y que en términos multilaterales se observa cayendo el tipo de cambio multilateral dólar versus otras monedas. Sin embargo, se perciben algunos movimientos dispares. México relativamente estable y Australia con algún grado de depreciación del valor del dólar australiano. Señala también que se mantiene elevada la percepción de riesgo, lo que no es ninguna novedad porque se están observando los mercados financieros donde se ha presentado volatilidades en los indicadores bursátiles de América Latina y de otras economías emergentes.

Por su parte, las primas por riesgo de economías emergentes también registran ciertos vaivenes. En el caso de Chile, el *credit default swap spread* presenta un aumento con una lectura en torno a 50 puntos base o rozando los 50 puntos base. En el caso de Argentina, el *credit default swap spread* está en torno a 570 puntos base.

Respecto a flujo de capitales, comenta el señor Lehmann que en las últimas semanas se han observado salidas de capitales desde economías emergentes.

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

El Consejero señor Manuel Marfán señala que en los gráficos entregados para esta Reunión, aparece otra forma de ver el *spread*, ya que éste no tiene mucha historia. Indica que no se sabe qué es lo normal, ya que quizás esos *spreads* se han repetido muchas veces. Señala que el gráfico que se presenta da la impresión que entrega una visión un poco más acertada porque tiene más historia. Lo que sí cree el Consejero señor Marfán es que a medida que se observan plazos más largos, los *spreads* se van reduciendo, lo que no es una predicción o proyección de que los *spreads* se vayan a reducir porque a plazos más largos hay menos liquidez. Si el problema es liquidez, eso es lo que se debería observar y a medida que se van incorporando nuevos períodos vuelve a subir si es que se mantiene. Sin embargo, concluye que claramente es una situación anormal.

El Consejero señor Enrique Marshall consulta si se ha observado en el pasado que por el cierre del año aumentan los *spreads* o si es algo que se da en esta coyuntura dado que los balances de fin de año son particularmente importantes y que existe mayor preocupación, y la incertidumbre de quedar con activos que puedan aparecer en enero, febrero o marzo como malos activos y que, por tanto, sea una situación que perdure y donde los bancos quedan algo desestabilizados. Indica que es extraño que sea un efecto recurrente y que siempre se produzca porque los mercados tienen que recuperarse, y el Banco Central estabilizar. Señala que se da ese argumento, pero cree que se profundiza poco sobre lo qué hay detrás de esto.

h



El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann, en respuesta a la consulta del Consejero señor Enrique Marshall, señala que entiende que es habitual que se produzca un aumento de la tasa que está venciendo justo a fin de año. Agrega que de hecho, hace un mes lo que saltó más fue el *spread* de la *Libor* a dos meses, y que si uno va a un mes atrás la que más saltó es la a tres meses. Ahora, en esta particular coyuntura, estos aumentos han sido mucho más marcados que en otras coyunturas, pero se podría dar una mirada algo más histórica para chequear efectivamente ese fenómeno. Finalmente, el señor Lehmann agrega que siempre hay algún margen de movimiento mayor, pero que particularmente en este minuto ha estado especialmente acentuado.

Respecto del comentario del Consejero señor Manuel Marfán, el señor Lehmann señala que tal vez una mirada alternativa es observar justamente estos premios a través del gráfico a que hacía referencia el Consejero Marfán. En el aspecto histórico el *spread* ha estado, en términos de diferencia respecto a la Tasa de Política Monetaria y tasa *Libor*, en torno a 20 – 25 puntos base, lo que depende siempre de la fase de la economía. El mercado, en particular en referencia al gráfico al que aludía el Consejero Marfán, da cuenta de una expectativa en que dicho *spread* se va cerrando gradualmente, y que de hecho se esperaba que eso ocurriera precisamente este mes en algún grado, lo que no se ha dado. Señala el señor Lehmann que el mercado anticipaba una reducción gradual y lo que hemos observado es que se han ampliado y eso se observa con más claridad en ese gráfico.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Esteban Jadresic señala que efectivamente esta situación ha ocurrido otras veces, pero no en la magnitud que se observa hoy. Hace presente el aumento de las demandas de liquidez y el no deseo de los bancos de otorgar préstamos a fin de año. Comenta que los Operadores de la Mesa Internacional le han señalado que el año pasado a esta fecha los bancos voluntariamente ofrecían al Banco Central de Chile, que en lugar de hacer depósitos *overnight*, tomara depósitos hasta el 2 de enero, pagando 35 puntos base por encima de las tasas *overnight*. Indica que la semana pasada, estaban ofreciendo 100 puntos base sobre la tasa *overnight* y que con las medidas recientes que tomó la Reserva Federal con otros bancos centrales ahora está en 70 puntos base sobre dicha tasa. Señala que claramente hay un aspecto estacional en este fenómeno y la Reserva Federal en ocasiones anteriores a fin de año ha tomado medidas especiales para enfrentar este problema. Agrega el señor Lehmann que cuando la Reserva Federal tomó medidas más extremas fue para el año 2000, ya que había grandes temores respecto a qué iba a suceder cuando los computadores tuvieran que resetearse, pero lo normal es que dichas medidas no sean de las magnitudes que se han observado actualmente.

El Gerente de División Política Financiera señor Pablo García comenta que lo interesante es usar este tipo de historias para ver los movimientos financieros en mercados que son gigantescos lo que es síntoma justamente de la iliquidez que está ocurriendo. Antes era parte de la anécdota, pero que se use ahora y que se plantee como un antecedente que explica las tasas tan altas, es justamente un síntoma en sí mismo de la iliquidez que se está viendo.

El Gerente señor Lehmann comenta que precisamente las razones que probablemente motivaron a los bancos centrales en el día de ayer a actuar relativamente coordinados, han sido justamente que se ha acrecentado el problema de iliquidez y tal como señalaba el Gerente de División señor Jadresic, después de ello las tasas *Libor* cayeron respecto a dos días en torno a 12 – 15 puntos base. Indica que en Europa se ha observado un fenómeno parecido. También un fenómeno interesante que vale la pena destacar, es que el efecto *flight to quality*, que se ha observado a propósito de las incertidumbres y la toma de



posiciones en activos más seguros, se concentra en Bonos del Tesoro, tanto del Tesoro de Estados Unidos de América como su equivalente a Bonos del Tesoro alemán.

El Consejero señor Manuel Marfán comenta que se pueden tener diferencias o variaciones en los *spreads* por problemas de solvencia o por problemas de liquidez. En el caso del *spread* soberano de Chile, para poder filtrar esas situaciones se usa el *spread* del bono soberano. Consulta si en estos otros mercados existen los *credit default swaps* para saber si el problema es de liquidez o, más grave aún, si es una percepción de que la solvencia de los emisores está deteriorada. El Gerente señor Lehmann indica que se observará dicha situación.

Señala el Consejero señor Enrique Marshall que aparentemente los bancos no tienen mayor problema en seguir a la Reserva Federal cuando prestan al interior de los Estados Unidos de América, bajo el amparo de la Reserva Federal. Mientras se esté amparado por el Gobierno, en el caso de los bonos o por el Banco Central de los Estados Unidos de América, las tasas no son distintas a lo que eran antes. El problema se presenta cuando nos cambiamos a los euromercados, a los mercados que no son parte del sistema de la Reserva Federal. Entonces, en ese escenario hay un mayor riesgo y por tanto, esa es la comparación que se hace con la tasa *Libor*, es decir la tasa *Libor* es una tasa interbancaria fuera del sistema de la Reserva Federal.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Jadresic estima que el tema tiene que ver con los plazos de las tasas interbancarias a un día, y que en cambio la tasa *Libor* que se muestra es a tres meses y la otra a un mes, por lo que hay una diferencia de plazos importante.

Menciona el Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann que otro tema que también ha estado presente en las últimas semanas, está asociado a las pérdidas de los bancos producto de la crisis en el mercado hipotecario *subprime*. Indica que se tienen algunas estimaciones de cifras que han reconocido pérdidas de alrededor de US\$ 70 millones, pero las estimaciones sobre pérdidas totales del sistema financiero fluctúan entre US\$ 200 y US\$ 600 billones. Como consecuencia de las pérdidas de los bancos, los precios accionarios han caído de manera importante, lo que se refleja en el indicador *EMBI 500*.

El Gerente de División Política Financiera señor Pablo García quiere hacer un comentario respecto a la medición del *spread* soberano y señala que pareciera que el CDS es un mejor indicador del riesgo soberano que el bono soberano, debido a que este último estaría afectado por problemas de liquidez. Agrega que, en todo caso, existe un par de temas que se deben abordar con cautela. En primer lugar, se trata de un fenómeno que no está restringido a Chile, sino que se ha generalizado en todas las economías emergentes, incluso en aquellas que tienen *stocks* significativos de bonos soberanos. En segundo término, menciona que ciertas opiniones de bancos de inversión han indicado que debido a su característica de ser más líquido, el CDS está utilizándose como mecanismo de cobertura para exposiciones a otros activos más riesgosos como acciones o incluso bonos bancarios, y por lo tanto, es un mercado que se ha transformado más líquido de lo que era habitualmente y debido a ello puede ser que las primas por liquidez se hayan reducido.

42



El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux señala que no le queda muy clara la razón por la que si el CDS es más líquido, podría indicar que tiene riesgo.

El señor García menciona que es debido a que es un instrumento más transado y de mayor demanda por inversionistas en todo el mundo, lo que hace que finalmente el retorno que se le exige sea más bajo que el que ocurriría en una situación normal.

El Consejero señor Enrique Marshall estima que el CDS todavía es un producto respecto al cual los mercados no tienen una completa sensación de cuáles son sus riesgos y de cómo operaría en caso de una crisis generalizada. Según entiende, son contratos que se generan en el caso que se cumpla alguna de las condiciones que han sido estipuladas, pero la cantidad de eventos que se pueden producir puede variar. Por lo tanto, estima que deben ser tomados con precaución.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Esteban Jadresic señala que definir cómo se distribuyen premios por liquidez y riesgo no resulta tan fácil. En su opinión, no hay que dejar de considerar el costo de financiamiento. Indica que hoy día el costo financiero para Chile es más bajo de lo que era a mediados de año. Señala que la tasa a diez años en Estados Unidos de América ha bajado en 100 puntos base y el premio soberano ha subido 70 puntos base. En esta situación no existe un costo financiero deteriorado respecto a lo que se tenía.

El Gerente señor Lehmann señala que concuerda con el comentario del señor Jadresic y agrega que las recientes emisiones de bonos en los mercados emergentes han caído de manera sustancial, lo que significaría que no sólo el precio es un buen indicador de lo que está pasando en el flujo de capitales.

El Gerente de Estudios Subrogante señor Igal Magendzo señala que quiere poner una nota de cautela respecto a la lectura de expectativas que muestran una caída sustancial. Agrega, que si se miran episodios anteriores se observan caídas similares que posteriormente han tenido evoluciones bastante rápidas. Comenta que también han habido caídas que se han mantenido abajo y señala que pueden deberse a que los consumidores han sobrereaccionado negativamente. Sin embargo, señala que no haría una sobre lectura de que ello necesariamente implique una caída del consumo y una caída permanente de las expectativas de los consumidores. Agrega que otro comentario respecto a las medidas de inflación, se refiere a que las medidas de inflación subyacente que se están observando subestiman la preocupación que debiese tenerse por la inflación en los mercados internacionales, ya que en general tienden a recortar aquellos precios que son justamente los que más están subiendo y eso se observa especialmente en Estados Unidos de América.

El Consejero señor Sebastián Claro comenta respecto a las proyecciones de crecimiento internacional, que Estados Unidos de América muestra un ajuste en el período de 2007 al 2008 de alrededor de 2,4% a 1,9%, y que China, aparece con un ajuste de 11% a 10%. En consideración a lo anterior, el señor Claro consulta si existe algún estudio u opinión respecto de ese menor punto de crecimiento en China, ya que podría ser más relevante para efectos de



la demanda mundial por productos chilenos, que las décimas de diferencia en el ajuste que se observa en Estados Unidos de América.

El señor Lehmann señala que este punto le parece interesante porque los modelos de precios de *commodities* de cobre muestran que China afecta más en términos de su dinámica de crecimiento que la de otras economías, lo que sin duda sería relevante.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux menciona que en relación a un mes atrás, se tiene un panorama menos favorable porque claramente existe una visión de la economía mundial menos positiva y que a pesar de las medidas que se han tomado como la congelación de alzas de tasa de hipotecas, las medidas de coordinación de bancos centrales, las reducciones de tasa de política monetaria, hoy día se tiene más incertidumbre sobre el futuro y una economía mundial que probablemente será menos dinámica de lo esperado, porque la situación internacional no ha mejorado y no se sabe que ocurrirá en el futuro.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann señala que en la próxima reunión del IPOM se presentarán antecedentes en ese sentido, ya que hoy día la incertidumbre es significativamente mayor, no solamente en términos de crecimiento sino que además en precios de *commodities*, e incluso en las condiciones financieras.

El Presidente señor José De Gregorio comenta que desea efectuar un comentario final, indicando que su gran duda junto al escenario internacional es respecto a lo que está sucediendo con las paridades. Agrega que el ajuste de tipos de cambio en el mundo lo está realizando Estados Unidos de América con Europa y que, por su parte, Japón se está beneficiando de esta situación. Menciona que no deja de sorprender, desde el punto de vista de la política económica, cómo lo han logrado, porque se piensa que las intervenciones que efectúan los países que conforman los G7, salvo que éstas sean coordinadas, ya que resultan generalmente poco efectivas. Sin embargo, si se observa la evolución del tipo de cambio en Asia desde hace un par de años, el citado grupo de países señala que no están interviniendo.

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

El Gerente señor Magendzo señala que en el mercado financiero nacional, la publicación de los datos de IPC y actividad de comienzos del mes de diciembre provocaron leves cambios sobre las expectativas de mercado, respecto de la evolución de la Tasa de Política Monetaria —curva *forward* y tasas *swap*—. Agrega que dichas expectativas indican que no se producirían movimientos mayores en la Tasa de Política Monetaria, anticipándose un aumento de 25 puntos base en el primer trimestre del 2008.

Menciona el señor Magendzo que la mediana de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE), por su parte, da cuenta que no se esperan cambios en la Tasa de Política Monetaria por los próximos dos años. A su vez, las expectativas de inflación tuvieron un aumento tras la publicación del IPC de noviembre, que resultó mayor que lo esperado por el mercado. Agrega que de acuerdo con la encuesta a Operadores de Mesas de Dinero, la inflación esperada a un año subió a 3,7%, esto es 3,55% al momento de la reunión de



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 116
Política Monetaria
13.12.2007 11.-

noviembre y 3,45% la semana previa a la publicación del IPC, mientras que a dos años llegó a 3,4%, 3,35% tanto al momento de la reunión pasada como la semana previa a la publicación del IPC. De igual forma, comenta que la Encuesta de Expectativas de diciembre de este año proyecta que la inflación esperada a diciembre del año 2008 aumentó a 3,6%, 3,5% el mes previo, aunque a dos años se mantuvo en 3%. Asimismo, hace presente que aumentó la compensación inflacionaria 3 en 2, calculada a partir de las tasas *swap*, mientras que la 1 en 1 disminuyó levemente respecto de la reunión anterior, ubicándose en 3,25%. Destaca el señor Gerente, que una parte del aumento en las expectativas de inflación es explicada por la volatilidad habitual de estas medidas ante sorpresas de inflación. Señala que mecánicamente la inflación del mes pasado afecta las tasas en UF, por lo que una sorpresa puede tener efectos en el cálculo de la compensación inflacionaria. Además, las tasas de interés nominales tanto de los documentos del Banco Central de Chile como las que se aplican en las operaciones de mercado, no han mostrado cambios significativos respecto de los niveles vigentes hace un mes. Asimismo, señala que otras medidas de expectativas de inflación, como las encuestas a consumidores y empresarios muestran que aunque se mantiene la preocupación por la inflación, ésta ha descendido respecto de unos meses atrás, en el caso de los consumidores y por su parte, la inflación proyectada a doce meses ha caído, en el caso de los empresarios.

Indica el señor Gerente, que los agregados monetarios y crediticios no han mostrado mayores novedades en el último mes, continuando con un sostenido crecimiento de las colocaciones para la vivienda y uno menor de las destinadas a consumo. Por su lado, han resaltado los vaivenes del tipo de cambio nominal en las últimas semanas que tras, ubicarse en torno a \$ 505 al momento de la Reunión de Política Monetaria de noviembre, aumentó algo por sobre \$ 515 y luego volvió a ubicarse por debajo de \$ 500, al cierre del Informe que se presenta. Comenta que ello se ha dado en un contexto de cambios en las expectativas de tasas de interés en Chile y Estados Unidos de América, un aumento del premio soberano chileno y fluctuaciones en el precio del cobre y del petróleo. Menciona que, considerando los días previos al cierre de esta presentación y los correspondientes a la Reunión de noviembre, el peso se apreció 1,7% respecto del dólar, variación que llegó a 1,9% para el tipo de cambio multilateral (TCM) total y a 1,6% para la medida que excluye el dólar (TCM-X). Agrega que el tipo de cambio real (TCR), por su lado, se estima que promedió un valor de 92,9 en noviembre 0,9% más respecto de octubre y, considerando el valor spot del tipo de cambio nominal, se ubicaría en torno a 91 en diciembre. Este último valor está dentro del rango de los niveles que se estiman coherentes con sus fundamentos de largo plazo.

Hace presente el señor Gerente que la publicación del cierre preliminar de las cuentas nacionales del tercer trimestre dio cuenta de un crecimiento del PIB de 4,1%, confirmando que la actividad perdió dinamismo respecto de la primera mitad del año. Por su parte, la demanda interna, creció 7,8% anual, cifra algo mayor que la del primer semestre, pero equivalente a la del segundo cuarto del año. Asimismo, el consumo privado, aunque aumentó menos que en la primera mitad del año, mostró un dinamismo superior al antes estimado, habida cuenta de la caída en el ingreso nacional disponible asociada a la alta inflación de los últimos meses. En todo caso, se espera que en los trimestres venideros el consumo muestre una desaceleración algo más marcada, dado que al deterioro del ingreso se suma el menor crecimiento que han mostrado las colocaciones de consumo y el menor dinamismo del mercado laboral. La inversión, por su lado, siguió con tasas de variación anual importantes de 9,5% en el período. Menciona que el menor crecimiento del PIB con una demanda interna que continúa creciendo a tasas elevadas, se explica por el menor incremento de las exportaciones de bienes y servicios de 4,1%, 10,4% en el primer semestre, en parte afectado por los desfases en el registro que se entregó durante el mes de septiembre, cuyos datos de octubre confirman esta situación, con un promedio bimensual que es comparable al de un mes tipo.

4



Indica el señor Magendzo, que por el lado del origen del PIB, durante el tercer trimestre destacó el menor crecimiento de la actividad del comercio y otros servicios, coincidente con la evolución del consumo. La industria tuvo un bajo crecimiento, afectada por problemas en líneas puntuales. En particular, la industria de la madera estaría siendo afectada por las menores exportaciones de elaborados hacia el mercado inmobiliario de Estados Unidos de América por la crisis del sector, y, la industria del metanol por la menor disponibilidad de gas natural, no obstante la producción de celulosa continúa creciendo a tasas elevadas. Señala que la agricultura, en tanto, mostró una variación anual negativa, posiblemente por el efecto de las heladas en la cosecha. Por su parte, la actividad de electricidad, gas y agua (EGA) volvió a aportar negativamente al PIB, a una tasa más negativa que la del primer semestre del 2007. Además, se debe considerar que este trimestre tuvo tres días hábiles menos que en igual período del 2006 y, considerando que todavía existen bastantes dudas sobre el efecto que el feriado de Fiestas Patrias tuvo en la actividad de septiembre, en especial por la fuerte caída de las horas trabajadas en el mes. Con todo, si en la medición de los sectores distintos de recursos naturales no se considera la actividad de las líneas industriales mencionadas más combustibles y celulosa, el crecimiento de la actividad de los sectores distintos de recursos naturales, fue solo levemente inferior al de la primera mitad del año.

Indica el señor Gerente que en el mes de octubre el Imacec registró una variación anual de 4,4%, 3,3% considerando el efecto calendario de un día hábil más que el año anterior. Esta cifra, por debajo de lo esperado, sigue dando cuenta de un menor dinamismo de la actividad, con lo que se prevé que el incremento anual del PIB para el año estará por debajo del rango de 5,75%-6,25% que se proyectó en el escenario base del mes de septiembre. Por su lado, los indicadores de consumo privado mostraron un repunte importante en sus tasas de crecimiento tras el desempeño más débil del tercer trimestre, en especial en septiembre, evolución que apunta a que este último dato estuvo afectado de modo importante por una menor cantidad de días hábiles del mes, cuyo efecto no está totalmente capturado por las estimaciones habituales. Agrega que los indicadores de la construcción mostraron un desempeño favorable en octubre y las importaciones de bienes de capital continuaron creciendo a tasas elevadas en noviembre, confirmando ambos datos el positivo panorama que la inversión ha mostrado en el curso del año. Por sectores, menciona que en octubre continuó la contribución negativa de aquéllos ligados a recursos naturales, a lo que se sumó una menor actividad del resto de los sectores, especialmente acentuado por la continuación de la caída en la producción de algunas líneas de la industria, tales como combustibles, maderas y metanol, en particular.

Por otro lado, el señor Magendzo señala que las cifras del mercado laboral de octubre, siguen dando señales de mayores holguras en este mercado. Comenta que desde septiembre se registra un importante crecimiento de la fuerza de trabajo, 2,3% anual, equivalente a 150.000 personas en promedio en los últimos dos meses. Indica que con ello, la tasa de desempleo desestacionalizada aumentó por cuarto mes consecutivo, pasando desde 7,1% en septiembre a 7,4% en octubre, acumulando un incremento de 1,1 puntos porcentuales desde junio, anotando el mayor registro desde agosto de 2006. Por el lado de la ocupación, en octubre se observó un menor dinamismo de la creación de empleos, que cayó desde tasas anuales del orden de 3% anual entre marzo y septiembre a cifras por debajo de 2% en octubre, con una velocidad de expansión que alcanza valores negativos. Agrega que si bien el cambio en la composición del empleo se ha mantenido, el empleo asalariado también presenta una tasa de variación inferior a la de los meses previos de 4% anual, en tanto, el empleo por cuenta propia sigue acentuando su caída, alcanzando una variación de menos 2,4% anual. Señala que los datos de octubre de la Asociación Chilena de Seguridad (ACHS) también muestran un menor crecimiento del empleo asalariado respecto de los meses previos del orden de 5,9% anual versus 7,8% anual en promedio el tercer trimestre.

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 116
Política Monetaria
13.12.2007 13.-

Hace presente el señor Gerente que en el mes de octubre los salarios nominales registraron un incremento en su tasa de variación anual, mientras sus velocidades de expansión se estabilizaron o disminuyeron en el margen, dependiendo de la medida considerada. El costo de la mano de obra (CMO) creció 6,2% anual y las remuneraciones por hora del Índice de Remuneración Mensual (IREM) aumentaron 8,3% anual. No obstante, en términos reales tanto el CMO como el IREM redujeron su tasa de variación anual, alcanzando menos 0,2% y 1,8%, respectivamente. Lo anterior, indica que es posible que en los meses venideros los salarios nominales muestren tasas de crecimiento superiores a las actuales. Por el contrario, los salarios nominales de la AChS redujeron su tasa de crecimiento anual desde 7,3% en septiembre a 7,1% en octubre. Asimismo, medidos en términos reales, también disminuyó su incremento anual 1,4% en septiembre a 0,6% en octubre. Por su lado, menciona que en octubre los costos laborales unitarios (CLU) volvieron a mostrar tasas de crecimiento similares a las de agosto, llegando a 3,4% anual en su medición total y a 3,2% anual en el caso del CLUX, con velocidades que se moderaron en el margen. Cabe mencionar que el reajuste acordado entre el Gobierno y los funcionarios públicos de un 6,9%, es acorde con el incremento considerado en el escenario base de proyección de septiembre y, en el contexto actual de inflación e incremento de salarios en el sector privado, lo que no representa una presión adicional significativa sobre los costos.

Manifiesta el señor Magendzo que en el mes de noviembre la inflación volvió a mostrar un registro elevado. Por otro lado, el aumento mensual del IPC fue de 0,8%, 7,4% anual, mientras el IPCX e IPCX1 aumentaron 0,5%, 5,6% anual y 0,4%, 5,9% anual, respectivamente. Indica que en términos de velocidades, la del IPCX1 disminuyó tanto en su medición mensual como trimestral. Agrega que llama la atención la ampliación de la brecha entre la inflación anual del IPC total y sus medidas subyacentes. Señala que luego que en el segundo y tercer trimestre las distintas medidas de inflación aumentaron a la par en gran parte producto de los *shocks* en los precios de los alimentos no perecibles, en los últimos meses el incremento de la inflación ha estado dominado mayoritariamente por el aumento en el precio de la energía —combustibles y tarifas eléctricas— y de los alimentos perecibles y una parte importante de estos precios, en especial los perecibles, tienen por característica una baja persistencia, lo que podría implicar que su reversión se dé a una mayor velocidad y no tengan efectos de segunda vuelta significativos. En todo caso, dado el alto nivel alcanzado por la inflación, no puede descartarse que en esta ocasión, los efectos sean distintos de los ocurridos en el pasado. Con todo, en su opinión, el panorama de corto plazo contempla que la inflación mensual del IPCX1 será mayor que la del IPC total durante varios meses.

En consecuencia, la variación anual de la inflación del IPCX1 volverá a aumentar, aunque manteniéndose por debajo de aquellas del IPC.

Menciona el señor Gerente, que las medidas de tendencia inflacionaria se elevaron. Por su parte, la media podada por artículos (MPA) aumentó a algo más de 5% anual y el TMVC alcanzó 3,7% anual. Agrega que también aumentaron las tasas de variación anual del IPC, excluidos diversos componentes. Por su parte, el IPCX1 sin alimentos se ubicó en 3,0% y el IPC sin alimentos y energía llegó a 2,6%. Por otro lado, aumentó la inflación anual de servicios y se mantuvo la de bienes, en ambos casos, considerando las medidas subyacentes.

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

49



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión Nº 116
Política Monetaria
13.12.2007 14.-

En cuanto al comentario efectuado por el Gerente de División Estudios Subrogante señor Igal Magendzo en cuanto a la hipótesis sobre el alza que han presentado las tasas de interés de los créditos hipotecarios para la vivienda, en circunstancia que las tasas de los créditos de consumo habrían bajado, el Consejero señor Enrique Marshall indica que sería interesante para cotejar esa hipótesis, mirar las estadísticas que publica la Superintendencia de Bancos sobre el número de operaciones hipotecarias. Señala que le parece interesante esta tesis, pero habría que despejar la incógnita mirando esas estadísticas, porque ciertamente llama la atención que en un contexto donde las operaciones hipotecarias están bajo cuestión en todo el mundo, aquí siguen creciendo.

El Gerente de División Estudios Subrogante señor Igal Magendzo señala que es posible que sea un efecto del alza de la Unidad de Fomento más que un efecto de endeudamiento adicional o de nuevas operaciones y que efectivamente, uno de los datos que se quiso analizar era precisamente el número de operaciones hipotecarias.

El Consejero señor Manuel Marfán consulta las razones por las cuales los datos del cambio del consumo aparecen tan elevados.

El Gerente de División Estudios Subrogante señor Igal Magendzo señala que quiere explicar el cambio que se presenta en los indicadores del consumo. Señala el señor Magendzo que los indicadores que se utilizan, que había funcionado bastante bien, se sesgaron a la baja. Agrega que este fenómeno fue producto de un error en el seguimiento del consumo de energía eléctrica, que se monitoreaba mirando el valor agregado del sector y obviamente eso está cayendo, mientras que el consumo residencial que es relevante, está aumentando significativamente, o sea, si en general se tiene una discrepancia, ella tuvo que ver con que se estaba cometiendo un error al utilizar la información del valor agregado en vez del valor bruto del consumo residencial. Además, señala el señor Magendzo que otro elemento que influyó tiene que ver con los automóviles, en que se estaba siguiendo un indicador que estaba creciendo menos que aquél que claramente se utilizó o se utiliza habitualmente para construir las cuentas nacionales. En consecuencia, menciona que estos dos elementos explican en gran parte el error cometido en el cambio en las cifras de consumo.

El Presidente señor José De Gregorio comenta que en los últimos dos meses se estaba hablando de un consumo dinámico, pero algo menor de lo proyectado. Sin embargo, parece ser al revés, esto es, que el consumo está un poco más por encima de lo proyectado.

El señor Magendzo señala que no tiene certeza que el consumo esté por encima de lo proyectado en el *IPoM*, pero sí que el consumo se está desacelerando y que está menos dinámico que en el primer semestre. Agrega que en el tercer trimestre el consumo creció 6,5% mientras que en el primer semestre lo hizo a 7,7%, lo que constituye en términos de incidencia medio punto menos de PIB, pero indicó que se trata de una desaceleración mucho menos dramática de lo proyectado e incluso, se podría afirmar que el consumo se mantiene dinámico, creciendo por sobre el potencial de la economía.

hp



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 116
Política Monetaria
13.12.2007 15.-

Por otra parte, el señor Magendzo comenta que respecto del comercio se tiene cierta anomalía que se está tratando de aclarar para entender la razón por la cual la relación comercio – consumo, que fue bastante estable durante varios años, está empezando a caer. Agrega que esta situación podría entenderse si legítimamente hubiera una comprensión de márgenes, pero estima que no existirían antecedentes de que el comercio esté enfrentando una competencia que dé origen a una compresión de márgenes. Por otro lado, le parece que una explicación podría deberse a temas más bien estadísticos, pero aún no cuenta con un argumento para dar respuesta a ese fenómeno.

Consulta el Consejero señor Manuel Marfán cuál es el problema que se presenta con los datos de importaciones que sorprendieron a la baja.

El Gerente señor Magendzo señala que no tiene suficientemente clara la razón por la cual el indicador de importaciones entregó datos de bienes y servicios menores a los que el Banco estaba observando. Expresa que el seguimiento que se hace a las importaciones es a partir de la información que reporta Balanza de Pagos. Comenta también que existen dos elementos que no se han podido capturar suficientemente, que tienen que ver con la composición de las importaciones y con las importaciones de servicio, para lo cual no se tiene un buen indicador.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que aun cuando no es bueno que se hayan producido algunas diferencias de carácter estadístico, resulta alentador que el grueso de éstas se explique por un error, el que debe corregirse porque produjo una proyección algo equívoca, pero que a futuro si no se repite este inconveniente, se tendrá una visión más ajustada sobre estos datos.

El Gerente de División Política Financiera, señor Pablo García señala que desea efectuar un comentario más general, que consiste en que sería importante pensar cuáles son las implicancias de estos cambios en proyecciones para la decisión de política monetaria que se adopta, porque si desde el punto de vista más *top down*, lo relevante es saber cuáles son las implicancias para las holguras de capacidad que se evaluaron en la última Reunión de Política Monetaria, o hace dos meses, en relación a lo que finalmente resulta del trabajo realizado por Cuentas Nacionales. Le parece que la variable que más se aproxima a esa medición, que tiene implicancias inflacionarias hacia los próximos trimestres, es el crecimiento de valor agregado medido a costo y factores del sector “resto” distinto a costos naturales, en donde se aprecia que existen diferencias que son ínfimas. En consecuencia, cree que es importante ponderar la implicancia que significa que estas diferencias se produzcan por problemas de medición o por dudas respecto a los deflatores.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que concuerda con el argumento entregado por el señor García, ya que resulta totalmente diferente si el 4,4% de resto es compatible con un crecimiento alto del consumo y no importante de existencias, pero en todo caso desde un punto de vista práctico, es la información con la que se cuenta y entiende que es una gran noticia que ahora se puede corregir trimestralmente porque anteriormente se detectaba al final del trimestre.

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 116
Política Monetaria
13.12.2007 16.-

El Gerente señor Magendzo respecto a los datos sobre exportaciones, señala que no se consideró celulosa, que ya se había eliminado a principios de año, para no sobreestimar lo que estaba sucediendo con "resto". Menciona que en esta oportunidad se realizó el mismo ejercicio para no sobreestimar una dinámica bastante baja de todos los componentes sin celulosa y sucede que aun con celulosa estas exportaciones están creciendo del orden del 5%, más bajo de lo que se había observado en el pasado. Indica que esta situación tiene que ver con metanol, con restricciones de gas, con la harina de pescado y con biomasa.

Con respecto al mismo tema, el Vicepresidente señor Jorge Desormeaux señala que quiere agregar otro factor que afecta a la demanda que se podría considerar puntual, que consiste en el menor costo de la energía en los países vecinos y eso implica que actividades que son muy dependientes de la energía se estén trasladando a Perú y Argentina. Agrega que por ejemplo, conoce el caso de una empresa que produce cerámica que ha trasladado toda su producción a Perú porque en ese país el gas está subsidiado.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que quiere complementar este tema en el sentido que a la crisis del gas sumaría el tipo de cambio, porque para efectos prácticos se trata de precios relativos, entonces se pregunta cuánto de esta situación es explicado por precios relativos; porque le han subido los costos y no pueden vender a precios reales equivalentes. Agrega, que en estos casos el industrial que optimiza el modelo neoclásico más puro lo que tiene únicamente son egresos y costos y los ingresos no han subido en término de los precios relativos y sí los costos.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que existe otro precio relativo que también puede ser relevante, y que no se trata de transable o no transable interno, sino respecto de los costos relativos de producir un mismo bien en distintos países. Por ejemplo, el subsidio a la electricidad implícito en Argentina puede encarecer en términos relativos la exportación de productos chilenos. Le parece al señor Consejero que esta situación no es menor y que numerosos industriales plantean que el subsidio a la electricidad en Argentina, resulta un tema demasiado relevante a la hora de exportar productos chilenos.

Respecto al comentario del Gerente señor Magendzo sobre la evolución del comercio en el segundo trimestre que ha sido bastante plana, el Consejero señor Manuel Marfán consulta si la desagregación de esos datos es solamente IVA.

El Gerente señor Magendzo señala que efectivamente sólo corresponde a IVA, de acuerdo a la información del Servicio de Impuestos Internos. Agrega el señor Magendzo que el fenómeno que se comentó sobre la caída del comercio sobre consumo privado, que había estado bastante estable, con alguna baja en el período 2001 – 2002, probablemente coincidente en esa época con una fuerte competencia de supermercados, farmacias y la entrada al mercado de las grandes tiendas, el proceso que se presenta en esta oportunidad llama la atención y no se conoce suficientemente a qué obedece, pero en todo caso se seguirá monitoreando.

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión Nº 116
Política Monetaria
13.12.2007 17.-

El Consejero señor Manuel Marfán, con respecto a los datos de energía y el comentario del Gerente señor Magendzo en el sentido que éstos siguen contribuyendo negativamente al PIB, consulta si es posible desglosar de los datos cuál es el costo perdido por huelgas, paros y accidentes, que entiende que este año han sido por sobre lo normal, a fin de conocer cuánto es transitorio y cuánto es estructural.

El señor Magendzo responde al Consejero señor Marfán que es posible efectuar lo que él solicita. Agrega que por lo que entiende gran parte de las caídas que se han observado corresponden a accidentes y otros similares. Menciona además que cuando existen subcumplimientos durante el año, al término de éste se nivelan. Sin embargo, en esta coyuntura se presenta un escenario algo más pesimista toda vez que Codelco está extrayendo mineral de menor valor agregado y que está operando a máxima capacidad y que esa empresa no tendría ninguna holgura para poder aumentar la producción.

El Consejero señor Enrique Marshall comenta que los datos de consumo aparecen como excesivamente dinámicos, presentándose un fenómeno parecido al de la inversión y con la demanda interna general. Al respecto, consulta cuáles son los datos y cuáles son las velocidades para esta demanda interna y para la inversión.

El Gerente señor Magendzo indica que determinar la velocidad de la demanda interna, se observa hacia atrás que presenta una volatilidad extrema, lo que significa que los métodos no están haciendo un buen trabajo, limpiando los componentes de días estacionales. Agrega que el consumo pasa a una velocidad, que es algo más estable y más lógica de lo que se supone, a una velocidad de 10% el primer trimestre de 2007; 7,5% el segundo; 6,7% el tercero; 5% el cuarto, y 5% también el primer trimestre del 2008. Comenta también el señor Magendzo que respecto a la formación bruta de capital, ésta tiene una aceleración muy importante en el cuarto trimestre después de una desaceleración muy fuerte y parte de esto se observa en los registros de octubre y noviembre, respecto a importaciones de capital. Indica que se tiene información de indicadores coincidentes de edificación también al alza, por lo tanto se espera para el cuarto trimestre una inversión bastante dinámica.

Por otra parte, señala que la demanda interna pasa de una velocidad de menos 2,6% el primer trimestre del 2007; 21,8% el segundo trimestre; 5,3% el tercero; 13,6% el cuarto y menos 0,5% el primer trimestre de 2008, es decir bastante volátil, lo que confirma que el método no efectúa una buena predicción y existe un componente muy irregular que ensucia el método y eso se está dado más que nada por la volatilidad en las existencias.

El Consejero señor Manuel Marfán comenta que en cuanto a las expectativas de inflación, debiera esperarse que estén algo por sobre la meta de inflación a plazos largos, suponiendo que la tasa ancla es la nominal, esto es la tasa de política, por lo tanto la de UF es la que se ajusta. Este tema podría explicarse por el hecho que existe una sensación de mayor intertemporalidad en las expectativas.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Jadresic señala que en relación a lo expresado por el Consejero señor Marfán, efectivamente se ha observado en el mercado que esa inflación sobre 7%, es algo que sorprendió y se está reevaluando el interés por los papeles nominales, porque se ha visto que el riesgo inflacionario asociado a esos

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 116
Política Monetaria
13.12.2007 18.-

papeles es mayor, lo que lleva a repensar que en realidad son preferibles los instrumentos en UF. Lo anterior se ha podido apreciar en las decisiones de las Administradoras de Fondos de Pensiones las que han estado desprendiéndose de títulos en pesos e inclinándose por instrumentos en UF.

Comenta también el señor Jadresic que las cifras que se presentan en los gráficos están basadas en los mercados *swaps*, los que constituyen una mejor referencia para el cálculo de las compensaciones inflacionarias que el mercado de bonos. Todos estos juicios son relativos y se hacen menos relevantes en los plazos más largos, ya que en esos plazos estos mercados son menos líquidos lo que se puede observar en el caso de mercados de bonos.

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

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 116.

Se deja constancia que en este acto se incorpora a la sesión, el Ministro de Hacienda, señor Andrés Velasco Brañes.

El señor Presidente comienza la sesión, señalando que la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de junio de 2008 ha sido fijada para el martes 10 de junio de 2008. Señala asimismo, que aprovecha esta oportunidad para comunicar formalmente que el Consejero señor Jorge Desormeaux Jiménez ha sido nombrado Vicepresidente del Banco.

El señor Ministro de Hacienda felicita tanto al Presidente, como al Vicepresidente y al nuevo Consejero del Banco Central de Chile, señor Sebastián Claro Edwards.

El Presidente señor José De Gregorio solicita al Gerente de División Estudios Subrogante señor Igal Magendzo que presente las Opciones de Política Monetaria.

El Gerente de División Estudios Subrogante señala que en las Reuniones de Política Monetaria de octubre y noviembre, el Consejo acordó mantener la Tasa de Interés de Política Monetaria en 5,75% anual. En esta última ocasión, se consideró que el conjunto de antecedentes disponibles sugería que, aunque la inflación era elevada, los precios de algunos alimentos, tanto perecibles como no perecibles, que habían sido uno de los causantes principales de su incremento, comenzaban a dar señales de reversión. A su vez, las expectativas de inflación a mediano y largo plazo se mantenían ancladas en torno al 3% anual. El crecimiento de la actividad económica, en tanto, era menor al proyectado en el último Informe de Política Monetaria, lo que iba más allá del desempeño de algunos sectores específicos, y el dinamismo del consumo daba señales de reducirse. Además, se indicó que se había deteriorado la percepción de los mercados financieros internacionales acerca de los problemas asociados a la crisis *subprime*. El comunicado respectivo indicó que la trayectoria futura de la Tasa de Política Monetaria dependería, en particular, del desarrollo del escenario

4



internacional, de la eventual propagación de los recientes *shocks* inflacionarios a otros precios y expectativas, y de la evolución de la brecha de capacidad.

Indica el señor Magendzo que desde la Reunión anterior, las principales novedades son las siguientes:

- En el escenario internacional, se han acentuado las preocupaciones respecto de los efectos de la crisis *subprime* sobre los mercados financieros y sus consecuencias sobre el crecimiento de las economías. Frente a este escenario, el Tesoro de Estados Unidos de América anunció que congelaría las tasas de los créditos más comprometidos y, esta semana, la Reserva Federal volvió a recortar en 25 puntos base su Tasa de Política Monetaria. Las perspectivas de desaceleraciones más significativas en crecimiento y la mayor preferencia por activos más seguros se han reflejado en una caída de las tasas de interés de los Bonos del Gobierno de Estados Unidos de América. Las Tasas Libor en países desarrolladas, en tanto, han ampliado sus márgenes respecto de sus Tasas de Política, reflejo de que los problemas de liquidez se mantienen, motivando el anuncio de parte de un conjunto de bancos centrales, incluyendo la FED y el Banco Central Europeo, de acciones coordinadas que contribuirían a aliviar esta situación.
- El precio del petróleo WTI se redujo, situándose por debajo de los niveles máximos registrados la tercera semana de noviembre. El precio del cobre, en tanto, ha caído en torno a 3%, ante expectativas de menor demanda de Estados Unidos de América. Destaca también el aumento algo superior a 20% en el precio internacional del trigo, por restricciones de la oferta. Este aumento, sin embargo, sería de carácter temporal, considerando el incremento significativo de las superficies plantadas, lo que reduciría el precio de este grano en el futuro.
- En el mercado financiero nacional, la publicación de los datos de IPC y actividad a comienzos de diciembre provocaron leves cambios sobre las expectativas del mercado acerca de la evolución de la Tasa de Política Monetaria, anticipándose un aumento de 25 puntos base en el primer trimestre del 2008. Las tasas nominales de interés no han mostrado cambios significativos. Destacan además, los vaivenes del tipo de cambio nominal en las últimas semanas. Los agregados monetarios y crediticios, en tanto, no han mostrado mayores novedades en el último mes, continuando con un crecimiento sostenido de las colocaciones para la vivienda y algo menor de las destinadas a consumo.
- Los datos de octubre siguieron indicando que el crecimiento de la actividad para la segunda mitad del año, más allá de los factores calendario de septiembre, es menor que el del primer semestre, nuevamente afectado por los sectores de recursos naturales y la debilidad de ciertas líneas industriales. Las cifras del mercado laboral para igual mes también siguen dando señales de mayores holguras. Se contrapone a esto la evolución del consumo privado, que en octubre mostró un repunte importante respecto de las bajas tasas de crecimiento anual de septiembre y que, además, respecto de lo antes estimado, muestra un mayor nivel a lo largo del año por la revisión de los datos de cuentas nacionales. De acuerdo a ello, se observa que el consumo estaría mostrando una resistencia mayor que la prevista a la caída en el ingreso disponible real.
- El IPC volvió a mostrar durante noviembre un incremento importante e inesperado, registrando una tasa de inflación anual por sobre 7%, al mismo tiempo que los indicadores de tendencia inflacionaria continuaron aumentando. Nuevamente, el aumento de la inflación respondió mayormente a *shocks* en precios específicos —perecibles y energía— que, a diferencia de lo observado en el segundo y tercer trimestre, no afectaron

40



la inflación del IPCX1. De hecho, la inflación anual de este índice se mantiene en torno a 5,8% desde septiembre, mismo lapso en que la inflación del IPC aumentó desde 5,8 a 7,4%, aunque el escenario de corto plazo considera que la inflación IPCX1 continuará aumentando en el primer trimestre del 2008.

- En octubre, los indicadores salariales del INE registraron un incremento en su tasa de variación anual, mientras sus velocidades de expansión se estabilizaron o disminuyeron en el margen, dependiendo de la medida considerada. Los salarios nominales de la Asociación Chilena de Seguridad redujeron su tasa de crecimiento. Cabe mencionar que al igual como se señala en la primera parte de esta Reunión, el reajuste acordado entre el Gobierno y los funcionarios públicos (6,9%) está en línea con el incremento considerado en el escenario base de proyección de septiembre y, en el contexto actual de inflación e incremento de salarios en el sector privado, no representa una presión adicional significativa sobre los costos.
- Los indicadores de expectativas de inflación tuvieron un aumento tras la publicación del IPC de noviembre, que resultó mayor que lo esperado por el mercado. No obstante, las expectativas a los plazos relevantes aún se encuentran ancladas en valores cercanos a 3%. Debe destacarse que una parte del aumento de las expectativas de inflación es explicada por la volatilidad habitual de estas medidas ante sorpresas de inflación.

Comenta el señor Gerente, que la información del último mes acentúa el panorama de una inflación muy elevada y una actividad débil, ambas afectadas por *shocks* de oferta que han ido más allá de lo esperado en el último IPoM. Agrega que ello dibuja un escenario en que durante los próximos meses la inflación seguirá alta, pero en el que las presiones inflacionarias de mediano plazo podrían ser menores que las antes anticipadas. En este contexto, y con los antecedentes disponibles a esta Reunión, las opciones que parecen plausibles son mantener la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual o bien aumentaría en 25 puntos base.

Menciona el señor Magendzo que al igual que en los meses anteriores, la principal justificación para aumentar la Tasa de Política Monetaria en esta Reunión, continúa siendo el riesgo de persistencia y propagación del severo *shock* inflacionario. Este riesgo se ha incrementado en la medida en que la inflación anual ha continuado aumentando por sobre lo esperado, tanto por el Banco como por el mercado. Si bien los precios de algunos alimentos perecibles —cuyo aumento estuvo asociado a fenómenos climáticos— han comenzado a revertirse, en noviembre se verificaron aumentos inesperados y de magnitudes importantes en los precios de la energía eléctrica y los combustibles. Además, la inflación anual que excluye los precios de la energía y los alimentos también mostró un aumento, y continuó el incremento de las medidas de tendencia inflacionaria que excluyen los ítems que más han variado o los más volátiles, alejándose cada vez más de 3%. Se suma a lo anterior que la inflación de servicios, cuya persistencia se estima mayor que la de los bienes, también aumentó, incluso excluidos los regulados, continuando con la tendencia mostrada durante el 2007 y ubicándose en los niveles más elevados de la década. En contraposición a todo lo anterior, la inflación anual del IPCX1 se ha mantenido en torno a 5,8% desde septiembre, mismo lapso en que la inflación del IPC aumentó desde 5,8% a 7,4%. No obstante, el escenario de corto plazo considera que la inflación IPCX1 continuará aumentando en el primer trimestre del 2008.

Añade el señor Gerente que también se puede argumentar que un aumento de la Tasa de Política Monetaria reduce el riesgo de posibles efectos de propagación de los elevados niveles de inflación que hagan peligrar la consecución de la meta en el horizonte de política, argumento que incluso cobra más fuerza dado los niveles que ha alcanzado la

hp



inflación. Además, incluso considerando la dificultad que las sorpresas inflacionarias imponen para su lectura, las expectativas de inflación a distintos plazos han persistido por sobre el valor meta y han mostrado recientemente incrementos marginales. En este contexto, subir la Tasa de Política Monetaria podría entenderse como una medida preventiva, que reafirma el compromiso del Banco Central de Chile con la meta, y que serviría para reducir la probabilidad de aumentos adicionales en las expectativas de inflación del mercado, los que, por sí mismos, pudieran requerir de acciones de política monetaria.

A lo anterior, agrega el señor Magendzo que los datos de cuentas nacionales del tercer trimestre llevaron a reevaluar el comportamiento del consumo privado y de la demanda interna —en especial por el mayor nivel del consumo a lo largo del año— y que los indicadores de consumo de octubre mostraron un repunte importante respecto de las bajas tasas de crecimiento anual de septiembre. De esta forma, es posible plantear que el comportamiento del consumo no parece coherente con la caída que ha mostrado el ingreso privado disponible en términos reales —por la elevada inflación— lo que se ve reflejado en un dinamismo del crédito de consumo que, si bien se ha atenuado, continúa elevado. En este sentido, un aumento de la Tasa de Política Monetaria podría justificarse por eventuales presiones inflacionarias provenientes del lado del consumo y para prevenir una desaceleración más abrupta de la demanda interna en el futuro. No obstante, es posible que el consumo reaccione con rezagos y veamos una desaceleración más pronunciada en los próximos meses. Por último, cabe reiterar que la Tasa de Política Monetaria se ubica en la parte baja de un rango de estimaciones para la Tasa de Política Monetaria neutral.

En contraposición a todo lo anterior, señala el señor Gerente que existen elementos que apuntan a que es posible que la inflación vuelva al nivel meta dentro del horizonte de política, sin que sea necesaria un alza de la Tasa de Política Monetaria hoy. En particular, destaca que en el tercer trimestre del año las holguras habrían sido menos estrechas, lo que hace prever menores presiones inflacionarias para el mediano plazo. Además, los datos de octubre siguieron indicando que el crecimiento de la actividad para la segunda mitad del año, más allá de los factores calendario de septiembre, es menor que el crecimiento de la actividad del primer semestre, nuevamente afectado por los sectores de recursos naturales, pero también corroborando el menor dinamismo de la industria y el comercio. Estas mayores holguras también se evidencian en el aumento del desempleo que reporta el Instituto Nacional de Estadísticas en los últimos datos, en un contexto de escasa creación de empleos y aumentos de la fuerza de trabajo.

Agrega el señor Magendzo que también podría plantearse que no existe evidencia aún que favorezca el argumento de subir la Tasa de Política Monetaria como medida preventiva de efectos de segunda vuelta que hagan peligrar la meta de inflación, especialmente porque éstos aún no son del todo evidentes. Por un lado, indica que las distintas medidas de expectativas de inflación, aunque con el comentado incremento, aún se encuentran ancladas cerca de 3% a todos los horizontes relevantes. Por otro lado, señala que las medidas de salarios reportadas por el Instituto Nacional de Estadísticas no han vuelto a aumentar de forma considerable su tasa de variación, como ocurrió en julio —de hecho las de la Asociación Chilena de Seguridad retrocedieron— y no evidencian reajustes más allá de las cláusulas habituales de indexación.

A lo anterior, menciona el señor Gerente, se suma que en el escenario internacional continúan aumentando las preocupaciones por los efectos de la crisis *subprime*, disminuyendo las proyecciones de crecimiento mundial. Como se ha mencionado antes, indica que un deterioro más pronunciado del escenario internacional podría eventualmente llevar a una actividad interna más débil, una caída en los precios de los bienes primarios, incluidos los de los alimentos que son referencia para el IPC, y nuevas bajas en las tasas de interés

4



externas, entre otros factores. Así, podría argumentarse que mantener la Tasa de Política Monetaria hoy es la reacción a un riesgo deflacionario de mediano plazo, cuya probabilidad ha aumentado y cuyos efectos podrían ser muy significativos.

Finalmente, menciona el señor Magendzo que como es habitual, también existen consideraciones tácticas. En primer término, indica que puede ser prudente esperar más información antes de decidir un aumento de la Tasa de Política Monetaria, especialmente por la cercanía del nuevo ejercicio completo de proyecciones que se realizará para el Informe de Política Monetaria. En segundo lugar, señala que el mercado espera en su gran mayoría una mantención de la Tasa de Política Monetaria en esta oportunidad. Comenta que aumentarla, podría tener efectos indeseables sobre los precios de los activos financieros y la volatilidad de los mismos, en un contexto de alta incertidumbre en los mercados financieros internacionales. Por último, agrega el señor Gerente que el sesgo neutro del último comunicado, implica la ausencia de una restricción evidente en esta Reunión.

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

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

El señor Schmidt-Hebbel comenta que al adverso cuadro de perspectivas internacionales se agrega una sensación de que las propias proyecciones de actividad en el corto plazo podrían estar algo sesgadas hacia arriba, a la luz de la última información. Señala que durante el último mes hubo dos novedades de relevancia para la decisión de Política Monetaria de hoy. La primera es externa, y se refleja en un empeoramiento significativo de las perspectivas de la economía de Estados Unidos de América en particular, y mundial en general, para los años 2008 y 2009. En el primer momento, el crecimiento de Estados Unidos de América y mundial, se corrige a la baja; el segundo momento acentúa el sesgo en la distribución de dichas proyecciones hacia abajo, como lo reflejan los aumentos en las probabilidades asignadas a organizaciones en Estados Unidos de América. Ello es reflejo de un reconocimiento de mayores pérdidas en el mercado de créditos hipotecarios en Estados Unidos de América y las concomitantes pérdidas de activos con garantías hipotecarias en la mayoría de los grandes mercados financieros internacionales, y algunos emergentes como Rusia, llevando a operaciones de inyecciones de liquidez cada vez mayores y más coordinadas entre los principales bancos centrales del mundo.

Menciona el señor Gerente que el empeoramiento de las perspectivas financieras y reales en el mundo desarrollado ha llevado a reducciones en las tasas de política en Estados Unidos de América y Canadá, y también se refleja en caídas moderadas en los precios spot y futuros de los principales *commodities*, además de observarse fuertes pérdidas en todas las bolsas, e incrementos en los *spreads* soberanos.

Agrega el señor Gerente que en el plano interno, nuevamente la elevada inflación mensual del IPC sorprendió al mercado y al Banco. Con ello, indica, se acumulan muchos meses de sorpresas positivas en distintas medidas de inflación y se verifica una inflación en 12 meses que supera en 4,4 el centro del rango meta, implicando también correcciones en las proyecciones de corto plazo para la inflación del IPC total, IPCX e IPCX1 que en el caso de IPC total superaría una tasa anual de 7% hasta abril del 2008 incluido.



Indica el señor Gerente que ello sitúa a Chile en esta coyuntura de *shocks* de oferta, entre los países que presentan las mayores desviaciones de su inflación respecto de su valor meta, dentro del conjunto de todos los países con metas implícitas o explícitas en el mundo desarrollado y emergente, lo que indudablemente refleja la intensidad del *shock* primario de oferta, cuya virulencia parece ser idiosincrática a Chile.

Comenta el señor Schmidt-Hebbel que el intenso *shock* de oferta ha sido más persistente de lo esperado, y la anticipada reversión en los niveles de muchos precios se ha pospuesto en el tiempo. Indica que, partiendo del reconocimiento básico que la respuesta de política monetaria óptima a un *shock* de oferta es siempre ambigua, dependiendo del carácter del *shock* y de la estructura de la economía correspondiente, son cuatro las variables claves que condicionan una eventual respuesta, ya sea contractiva o expansiva de la política monetaria: la respuesta del producto y del ingreso; los efectos de segunda vuelta en otros bienes y servicios; la respuesta de los salarios; y las expectativas de inflación.

Agrega que las respuestas de las tres primeras variables a los intensos *shocks* de oferta vividos por Chile, parecen acotadas hasta la fecha. Sin embargo, algo más preocupante es el comportamiento de las expectativas de inflación de mediano y largo plazo. Señala que las compensaciones inflacionarias a plazos mayores de un año se han elevado a 3.38% como promedio de los últimos 40 días y en plazos de 2 - 5 años, y de 5 a 10 años ha habido aumentos más significativos en las compensaciones inflacionarias, aunque en operaciones de uno en uno, que en nuestro horizonte de política permanecen ancladas en aproximadamente 3,3 %. Por lo tanto, agrega que aunque las compensaciones inflacionarias aún no están muy distantes del 3%, estuvieron mucho más distantes en términos absolutos durante el episodio deflacionario de 2003, y su lento pero sistemático *drift* hacia arriba, prende una luz amarilla. Comenta el señor Gerente que a la luz de las novedades descritas y de la actual coyuntura, son cuatro las consideraciones que sugiere sopesar a la hora de la tomar la decisión de política monetaria.

Primero, indica el señor Gerente, corresponde realizar un balance de las implicancias expansivas para la política monetaria, de las deterioradas perspectivas para la economía internacional, y sus implicancias para la actividad y la inflación en Chile, complementada por la probablemente mayor debilidad presente de nuestra economía, con las implicancias contractivas del aumento en compensaciones inflacionarias, producto de nuevas sorpresas en los registros inflacionarios. Menciona que empujando estos dos *shocks* a la política monetaria en direcciones opuestas, este aplanamiento en la distribución de la tasa óptima en torno a su nivel actual, refuerza la opción de esperar más información antes de actuar.

La segunda consideración que indica el señor Schmidt-Hebbel es que existe todavía una diferencia entre la brecha de la tasa de política respecto de la neutral, y la brecha de producto que probablemente es cero o levemente positiva, justificando *ceteris paribus* un movimiento de alza de tasas.

En tercer lugar, señala que podría requerirse emitir una señal de compromiso del nuevo Consejo del Banco con la meta de inflación, por el simple hecho del cambio en su composición y constitución.

Por último y como cuarto punto, menciona que de producirse un empeoramiento significativo de las perspectivas en la economía internacional y la chilena, puede ser costoso revertir una decisión de política en el corto plazo, después de materializarse un alza en la tasa hoy.

hp



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión Nº 116
Política Monetaria
13.12.2007 24.-

Sopesando estas cuatro consideraciones y dando mayor importancia a la probabilidad de un empeoramiento significativo de las perspectivas de la economía internacional y sus implicancias para Chile, sugiere ejercer la opción de espera, la que considera particularmente valiosa, manteniendo la tasa en su nivel actual.

El señor Presidente ofrece la palabra al Gerente de División Política Financiera señor Pablo García Silva.

El señor Gerente de División señala que concuerda con las opciones de la Gerencia de División Estudios en términos que, al igual que en meses recientes, las opciones más plausibles para esta Reunión de Política Monetaria son la mantención o el aumento de la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base.

Entre estas dos opciones, en su opinión lo más pertinente es implementar un incremento de 25 puntos en esta Reunión y señala que, de los argumentos que se han planteado, el que le hace más sentido es que un aumento acotado de esa magnitud permite disminuir la probabilidad de pérdida de credibilidad en la capacidad del Banco Central de Chile de devolver la inflación a la meta en un tiempo prudente. Respecto a este tema en particular, tiene las siguientes cuatro observaciones: Primero, menciona que es importante indicar que se está bastante lejos de que se materialice una situación de pérdida de credibilidad. Comenta que basta con señalar que la inflación en doce meses que se tiene hoy día es casi un punto superior al costo de financiamiento nominal que el Banco Central enfrenta en el mercado a los plazos más largos. Agrega que cuando se discute el tema de la credibilidad, no hay que concentrarse en la situación dicotómica de pérdida o no pérdida, porque ello es muy poco informativo, sino que en una perspectiva de riesgos. Cree que ese solo aspecto permite descartar que se esté frente a una situación severa de pérdida de credibilidad.

En ese sentido, señala el señor Gerente de División que el hecho que las compensaciones inflacionarias privadas a diversos plazos se hayan desplazado de forma paralela, superando ya por un tiempo el 3% a plazos relativamente largos, puede ser indicativo que la volatilidad percibida a futuro de la inflación se ha acrecentado, y que quizás, también se ha incrementado la probabilidad de ubicarse con registros inflacionarios por sobre el 3% por un tiempo prolongado. Sería ideal, comenta, para cuantificar estos aspectos, contar con información de mercado sobre las características de la distribución de expectativas de inflación que permita estudiar sus valores extremos.

Adicionalmente, agrega el señor Pablo García que aunque se desconocen los mecanismos a través de los cuales se transita hacia una situación de pérdida de credibilidad, estima que es correcto argumentar que la probabilidad de que esta situación se dé, depende del tiempo en que se esté desviados de la meta, así como de la magnitud de dicha desviación. Por lo demás, indica, por el lado de costos y salarios, el espacio en el mercado laboral se ha tendido a disipar.

Considera el señor Gerente que es importante distinguir en la discusión, aspectos vinculados a la credibilidad, de temas vinculados a la reputación antinflacionaria del Banco Central de Chile. En efecto, señala que no es necesario que lo último se cuestione para perder credibilidad, sino que basta con que se extienda la percepción de que el Banco Central de Chile no estima que su instrumental monetario puede devolver la inflación a la meta en un tiempo prudente, y por lo tanto decide no actuar.

4



Como siempre, menciona el señor Gerente, hay consideraciones que podrían contrapesar las razones para realizar un alza preventiva de 25 puntos base. Sin embargo, no cree que ellas sean particularmente relevantes en la actualidad. Indica que una de esas consideraciones es la probabilidad que se induzca un sesgo contractivo a la política monetaria. Estima que la probabilidad que ello sea así es muy reducida, por varias razones. En primer lugar, indica que el nivel de tasas reales de largo plazo hoy, es el mismo que hace seis meses atrás, luego, los aumentos de la Tasa de Política Monetaria en el segundo semestre no han cambiado el impulso monetario. En otras palabras, menciona que desde mediados de año a esta fecha, la inflación anual se ha incrementado en más de cuatro puntos porcentuales, ciertamente con una ampliación de holguras que puede estimarse a lo más, entre medio punto y un punto, mientras que la Tasa de Política Monetaria se ha incrementado en 75 puntos base. Comenta el señor Gerente que difícilmente se podría argumentar que lo anterior ha más que compensado las novedades conjuntas de inflación y crecimiento.

Otra consideración que agrega el señor Gerente de División, es la probabilidad de error, particularmente en el entorno externo incierto que se ve hoy en día. En ese sentido, estima que el potencial costo de un aumento de 25 puntos base es muy pequeño, y probablemente menor que el costo de no subir ahora y tener quizás, que actuar agresivamente en el futuro. Además, señala que la Tasa de Política Monetaria está ubicada a lo más en la parte baja de los rangos estimados de tasa neutral.

Finalmente, estima el señor Pablo García que en términos tácticos, el hecho que el mercado no anticipe de manera mayoritaria un aumento, juega a favor de esta medida preventiva, al potenciar la señal que el Banco Central de Chile no está cómodo con los actuales niveles inflacionarios. En la misma línea, estima que por ello no sería necesario comunicar un sesgo en el comunicado, sino que bastaría con mantener una instancia neutral en el mismo.

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

Indica el señor De Ramón que, tal como lo presentó la Gerencia de División Estudios, en el último mes se ha observado un deterioro de la situación externa, junto a una actividad interna menor a la esperada. Por su parte, agrega, y ese ha sido un hecho muy notorio, la inflación de noviembre estuvo entre 0,6% y 0,4% por sobre lo esperado. Señala el señor Gerente que los antecedentes presentados indican que con la información de octubre, el consumo estaría mostrando una resistencia mayor a la prevista, a la caída del ingreso disponible real. Coherente con lo anterior, también se señaló que se mantiene el dinamismo de los créditos de consumo, aunque algo más atenuado que en meses anteriores.

Por el lado financiero, destaca el señor Gerente, se ha visto un aumento de 15 puntos base en las Tasas Promedio Cámara, lo que lleva a configurar que el mercado anticipe, con un porcentaje por sobre el 50, un alza de la Tasa de Política Monetaria para esta Reunión, a pesar que la encuesta sólo indica que una minoría de un 17% estima que el Banco Central de Chile va a subir la tasa hoy. Por otra parte, añade, el aumento de casi 60 puntos base en las tasas prime y bolsa de 30 días en el mercado monetario, es atribuible más bien a coletazos de la crisis *subprime* que ha hecho que los bancos locales sean más conservadores con la liquidez, básicamente que las líneas de crédito externas estén más estrechas, así como también es atribuible a la inminente salida de las Administradoras de Fondos de Pensiones por el aumento de límites de inversión en el exterior con un 5% adicional. Todo lo anterior ha llevado a que los bancos estén dispuestos, incluso hoy día, a pagar por depósitos prime el



equivalente a 80 puntos a un mes y promedio cámara, más 70 puntos a un año, versus un promedio de 30 puntos, que es lo normal en meses anteriores o en los últimos dos años.

Menciona el señor De Ramón que las expectativas de inflación, medidas como compensación inflacionaria, han reaccionado a la luz de estas noticias. En efecto, si se mide desde el año 1 hasta el año 10, las que conocemos como 1 en 1, 3 en 2, 5 en 5, promedian desde hace un mes y medio, una cifra en torno a 3,38%, pero con un alza en los últimos días. Si bien esta estructura de alza en los plazos largos está afectada por operaciones de agentes financieros que están aprovechando la oportunidad de altos *spreads* en bonos de compañías en Estados Unidos de América y hacen un *swap* de tasas y de monedas concentradas en la parte larga de la curva, estas operaciones se hacen USD-UF, en vez de USD-\$, lo que refleja que los agentes están viendo inflación sobre 3 % hacia adelante. Con todo, agrega, una cifra de compensación inflacionaria de 3,38% anual, si bien es alta, no se puede concluir que hoy día exista un desanclaje de las expectativas, considerando que parte de esa cifra, al menos unos 10 a 15 puntos base, se pueden explicar por prima de inflación. Sin embargo, añade, el riesgo que existe es que en los próximos meses esa cifra de 3.38% se eleve más.

Por otra parte, comenta el señor Gerente, la Encuesta de Operadores de Mesa y la Encuesta de Expectativa Económica, indican que los agentes están considerando una inflación para los próximos 12 meses, entre 3,70% y 3,60%, respectivamente, pero con algunos factores de riesgo al alza como los mencionados en la Reunión de la mañana, asociados al petróleo.

Todo lo anterior señala el señor Gerente, configura un escenario preocupante que debe considerar expectativas de inflación que, si bien se mantienen ancladas, están al límite de lo normal. Con todo, y con todas las incertidumbres que se tienen hacia delante, en particular si la situación externa empeora más y termina afectando el panorama interno de crecimiento e inflación, considera que lo más plausible es subir la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base y esa es su recomendación.

El señor Presidente ofrece la palabra al Gerente de División Operaciones Financieras señor Esteban Jadresic Marinovic.

Señala el señor Gerente de División que sin duda la decisión de hoy es difícil y que las alternativas relevantes son las que ha planteado la Gerencia de División Estudios. Agrega que no va a repetir las noticias del mes porque ya se ha abundado sobre el tema. Solamente quiere decir que a su juicio hay dos riesgos principales que considerar y balancear en esta decisión. Por una parte, menciona el riesgo que la sorpresa inflacionaria acumulada genere efectos de segunda vuelta y un eventual desanclaje de expectativas, tal como lo señaló el señor Pablo García. Comenta que esta situación no se ha producido todavía, pero puede darse y por lo tanto, puede que la inflación también empiece a irse para arriba. Por otra parte, indica que está el riesgo del deterioro de la situación financiera internacional, en particular que los mercados crediticios y monetarios lleven a una desaceleración fuerte de la economía internacional, y en parte, también de la economía doméstica e incrementen las holguras de capacidad en nuestro país con el consecuente aumento de la inflación en plazos más largos.

Estima el señor Jadresic que la decisión a tomar es difícil y que hay serios riesgos en cada caso. Señala que adoptándose cualquiera de las opciones y lo que pueda ser necesario hacer por la Política Monetaria en meses posteriores, si se aumenta la tasa de interés y se da la situación de deterioro internacional, será preciso revertir ese aumento de tasa de interés. En el caso que se mantenga la tasa de interés y la expectativa de inflación de

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 116
Política Monetaria
13.12.2007 27.-

segunda vuelta termine siendo más alta, será preciso arrepentirse de no haber usado este tiempo para empezar desde ya a combatir el desarrollo de la inflación de expectativas.

En este contexto de serias dudas añade el señor Jadresic que ciertamente hay que balancear ambas cosas, y le hace fuerza la sabiduría popular que dice "ante la duda abstente" y bajo esas condiciones, tiende a recomendar en el margen una política más parsimoniosa y valorar, como dijo el señor Klaus Schmidt-Hebbel, la opción de esperar. Dicho eso y si se tomara ese camino, señala que es muy importante cómo se comunicará esta decisión al público y precisa que en particular, se debe señalar un fuerte compromiso del Banco con el control de la inflación.

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

Señala el señor Subgerente General que ciertamente no quiere tomar tiempo repitiendo los antecedentes que se han presentado sobre esta mesa en la mañana y que se han repetido en la tarde. Por lo tanto, simplemente quiere enfatizar algo que mencionó recientemente Esteban Jadresic, que es el rol que juega en esta oportunidad el comunicado. Estima que las opciones que se presentan al Consejo son subir la tasa, manteniendo un comunicado neutro, o bien, mantener la tasa y esperar más tiempo, hasta que se decante mayor información. En ese caso, señala que su sugerencia sería darle al comunicado un marcado sesgo hacia una futura alza, de manera de evitar los riesgos que se están corriendo. Quiere enfatizar lo que manifestó Klaus Schmidt-Hebbel, respecto del cambio que se produjo en el Consejo, y considera que es un momento crucial para dar una señal en esa dirección. Reitera lo difícil de la decisión que se debe adoptar.

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

Comenta el señor Ministro que la situación se presenta delicada, debido a que la inflación ha estado por sobre lo estimado y el crecimiento por debajo del potencial en los meses recientes. Señala que le parece comprensible la alternativa planteada por la Gerencia de División Estudios de incrementar hoy la Tasa de Política en 25 puntos base, dada la situación inflacionaria y la brecha que existe entre la inflación en doce meses y las proyecciones en doce meses. Indica que hay una serie de elementos que llevan a sopesar cuidadosamente los argumentos en una y otra dirección. Primero, indica que han transcurrido cuatro meses durante los cuales se ha tenido sorpresas en la actividad por debajo de lo predicho.

En segundo lugar, señala que le complace ver que las proyecciones para lo que resta del año son relativamente optimistas, pero hay estar seguros que ese optimismo esté plenamente fundado o sea al menos altamente probable. Menciona que haciendo una operación aritmética básica las cifras son optimistas, pero al mismo tiempo agrega que es preciso tener a la vista y considerar las brechas y las presiones inflacionarias.

En tercer lugar, comenta que en esta mesa de reunión ha habido una preocupación muy justificable respecto al comportamiento de los salarios, y agrega que la última cifra que se tiene, indicaría que las tasas de expansión en doce meses se estarían aplanando.

42



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión Nº 116
Política Monetaria
13.12.2007 28.-

Como cuarto punto, señala algo que ya se ha mencionado y es que las expectativas de inflación medidas vía encuestas o vía compensaciones inflacionarias, todavía parecen bastante ancladas o cercanas al centro del rango meta.

Finalmente, menciona el riesgo deflacionario obvio cuya probabilidad ha subido en las últimas semanas debido a la crisis internacional.

Por lo antes dicho, señala el señor Ministro de Hacienda que quisiera terminar con un punto táctico y es que si el Consejo decidiera un aumento de 25 puntos base, le parece absolutamente capital lo que ya ha sido mencionado anteriormente por el señor Subgerente General señor Leonardo Hernández T. y el Gerente de División Operaciones Financieras señor Esteban Jadresic M., en relación a lo que comunique el Banco. Sobre el particular, indica que hay al menos dos asuntos que le preocupan. El primero es que obviamente habría que hacer hincapié en la neutralidad del sesgo hacia delante. Lo segundo, que considera más delicado de comunicar y que requiere un fraseo muy apropiado, es que existe la probabilidad que la convergencia en el rango de 12 a 18 meses a tasas de inflación cercanas al 3%, parta de niveles más altos, y que por lo tanto, en los tres o cuatro meses que vienen, mirando hacia atrás, se tenga todavía tasas de inflación en 12 meses que son mayores que las que el mercado hoy día espera. Menciona que hace este comentario porque sería muy importante que si este fenómeno efectivamente se verificara en febrero, en marzo o en abril, no fuese percibido en ese momento por el mercado como una sorpresa inflacionaria, que requiriese otros incrementos de la Tasa de Política Monetaria. Dicho de otro modo, si la decisión de hoy fuese subir la Tasa de Política Monetaria, tendría que entenderse como una medida preventiva que ya toma en cuenta la probabilidad que esta convergencia sea desde niveles más altos y que por lo tanto, ver registros de inflación en 12 meses en torno al 6% en los próximos meses, no constituiría una razón para un alza adicional. Le parece que esto debe redactarse con mucha precisión en el comunicado, de modo de mantener el mensaje y las expectativas que lleva.

El Presidente señor José De Gregorio agradece al Ministro por su intervención y ofrece la palabra a los señores Consejeros para proceder a la votación.

El Consejero señor Sebastián Claro agradece y felicita a todos los Gerentes por los análisis efectuados.

Señala el señor Consejero que quiere efectuar algunas observaciones y juicios.

En primer lugar, indica que la inflación se mantiene muy por sobre la meta y se espera que esto continúe por un tiempo. Menciona que existiría evidencia que parte de estos fenómenos constituyen factores puntuales que deberán revertirse en el mediano plazo. Sin embargo, agrega que también es posible prever que hay otros componentes del IPC, principalmente en transporte, que podrían estar artificialmente bajos. Comenta que no sería extraño pensar que la inflación debiera demorar bastante en volver al nivel que se espera.

En segundo lugar, menciona que la Política Monetaria continúa siendo expansiva y que el crédito sigue creciendo a tasas cercanas entre el 15% y el 20%.

El tercer punto que considera relevante el señor Consejero es que las turbulencias financieras y sus riesgos sobre actividad en Estados Unidos de América y Europa, continúan vigentes. Señala que se ha visto las acciones de política monetaria de los bancos centrales en esos países, lo que obviamente constituye un riesgo para la economía chilena.

4



Sin embargo, estima que los riesgos de la importante contracción de liquidez derivada de estas turbulencias en Chile, aparecen acotados, entre comillas, por la posición sólida fiscal, por el superávit de cuenta corriente, por la limitada exposición del sistema financiero chileno, y por el financiamiento externo con bancos expuestos a *subprime*, que es lo que se comentó ayer.

En consecuencia, el Consejero señor Sebastián Claro señala que su voto es por subir la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base.

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

Menciona el señor Consejero que las noticias acumuladas en el curso del último mes configuran un cuadro particularmente complejo para tomar una decisión de política monetaria. Indica que el escenario externo se ha debilitado y que las expectativas de crecimiento para el próximo año se revisan a la baja para las economías desarrolladas. Comenta que en Estados Unidos el sector inmobiliario y el mercado de las hipotecas siguen observando deterioros. Por su parte, el Gobierno ha anunciado un programa de apoyo masivo a los deudores, lo que resulta bastante inusual. Agrega el señor Consejero que los problemas de liquidez siguen presentes, no obstante las intervenciones de los bancos centrales. Estos últimos han anunciado recientemente nuevas acciones coordinadas. Asimismo, las instituciones financieras y, en particular, los bancos, no terminan de reconocer sus pérdidas. Señala que persiste, e incluso se intensifica la incertidumbre sobre los efectos de mediano plazo de las disrupciones en los mercados financieros y crediticios. Por el momento, agrega, esa mayor incertidumbre se refleja en un significativo aumento en la volatilidad de los mercados financieros y cambiarios.

Comenta el señor Consejero que los premios por riesgo para las economías emergentes vuelven a aumentar y los flujos de cartera disminuyen. Por su parte, los precios de recursos naturales observan movimientos mixtos y los precios del petróleo y el cobre bajan respecto de los niveles observados en la Reunión anterior.

Menciona el Consejero señor Marshall que la preocupación por la inflación, si bien no desaparece, se tiende a eclipsar por los riesgos de una pronunciada desaceleración de la actividad real. Todo ello agrega, configura un cuadro de alta incertidumbre respecto de la evolución de la economía global.

En el frente interno, comenta el señor Marshall, los agregados monetarios y crediticios siguen mostrando tasas de crecimiento elevadas, sin mayores novedades. Se confirma también el ajuste en los créditos de consumo, que continúan desacelerando su ritmo de expansión. Por otro lado, los rendimientos de los títulos de largo plazo, tanto en pesos como en UF, mostraron sólo leves ajustes al alza respecto de la última Reunión. Indica asimismo que el dólar ha experimentado fluctuaciones a lo largo del mes y en lo más reciente se ha apreciado.

Agrega el señor Consejero, que la demanda interna continúa creciendo en forma importante, pero se advierte un dinamismo algo menor que en el pasado, lo que se asocia al comportamiento del consumo. No obstante ello, las cifras para el consumo del tercer trimestre se revisaron al alza, lo que sugiere una desaceleración de este componente del gasto bastante más suave que lo visualizado hace un mes atrás. En materia de inversión, se mantiene el alto dinamismo que se venía observando.

40



Menciona el señor Marshall que las cifras de actividad siguen dando cuenta de un menor ritmo de crecimiento que en el pasado. Las tasas de variación para este segundo semestre se han revisado levemente al alza, pero se confirma que el año cerrará con una cifra por debajo de lo anticipado en el último Informe de Política Monetaria. Señala que el empleo continúa creciendo, pero a un ritmo menor que en meses anteriores. La desocupación sube levemente, principalmente por un aumento de la fuerza de trabajo, pero permanece siempre en niveles bajos.

Por su parte, añade el señor Consejero, los salarios nominales muestran leves aumentos en sus tasas de variación, pero estas últimas se aprecian todavía como normales considerando la inflación efectiva y los mecanismos de transmisión o indexación habituales. En todo caso, la evolución de las remuneraciones nominales debe ser monitoreada con atención por sus implicancias para la inflación proyectada.

Comenta que sin duda, la principal fuente de preocupación sigue siendo el alto nivel de la inflación. La cifra del último mes sorprendió al alza y con ello la variación anual se ubicó por sobre el 7%, bastante por arriba del rango de tolerancia contemplado en nuestro marco de política. Adicionalmente, todo indica que este alto nivel permanecerá durante varios meses. Asimismo, las distintas medidas de tendencia inflacionaria también muestran un aumento. Por otro lado, las expectativas de inflación se ajustaron al alza después del anuncio del último IPC. Con todo, las expectativas de mediano y largo plazo siguen ubicadas en torno o próximas a la meta. Asimismo, la curva de expectativas para la Tasa de Política Monetaria se ha ajustado marginalmente al alza, los precios de los activos anticipan un alza de 25 puntos base en el curso del primer trimestre del próximo año y las encuestas, en cambio, sugieren que la tasa permanecería constante en su actual nivel por un largo período.

Con estos antecedentes, indica el señor Consejero, las opciones plausibles son mantener la tasa en su actual nivel o subirla en 25 puntos base. Señala que no resulta fácil inclinarse por una u otra opción, porque existen buenos argumentos en favor de cada una de ellas.

Agrega el señor Consejero que los argumentos para mantener la tasa son: primero, el deterioro del escenario externo y, en particular, el aumento de los riesgos asociados a las perturbaciones financieras en desarrollo; segundo, una evolución algo menos dinámica de la actividad interna; tercero, el anclaje que se sigue observando en las expectativas inflacionarias de mediano y largo plazo, no obstante el fuerte aumento de la inflación; y cuarto, las expectativas de mercado que se inclinan mayoritariamente por la opción de mantener.

Por su parte, menciona el señor Consejero, el principal argumento para subir la Tasa de Política Monetaria es el alto nivel alcanzado por la inflación. Si bien la sorpresa inflacionaria del último mes no cambia el diagnóstico sobre los factores que están detrás de este repunte, aumenta la magnitud de la desviación respecto del rango de tolerancia y eleva por tanto los riesgos asociados. En este contexto, menciona, un ajuste de la Tasa de Política Monetaria contribuiría a mitigar dichos riesgos y reforzaría la credibilidad en la política monetaria. Si bien es cierto, esta decisión tiene riesgos. Un pronunciado deterioro del escenario externo o bien una desaceleración mucho más intensa de la actividad interna, podrían llevarnos a revertir esta decisión en los próximos meses. En su opinión, este riesgo existe, pero le parece acotado.

Comenta que en un cuadro altamente complejo como el actual, la Política Monetaria no debe descartar cierto grado de ajuste fino, lo que implica reaccionar con prontitud a la información que se recibe y admitir la posibilidad de modificar la orientación de la Política e incluso revertir decisiones previas en un lapso de tiempo algo más breve que lo normal. Por



todo ello, señala el señor Consejero, al hacer el balance se concluye que los riesgos de actuar son menores que los de esperar. Por lo demás, el alza bajo consideración es moderada, lo que por sí solo acota el nivel de los riesgos asumidos. En todo caso, agrega, la decisión de subir la Tasa debe ser explicada con claridad para evitar una sobre-reacción del mercado. Menciona que el comunicado debe señalar que esta decisión se adopta para prevenir los efectos de propagación del *shock* inflacionario ya materializado y para reafirmar el compromiso de traer la inflación de vuelta a un nivel en torno de la meta en el horizonte de política. Adicionalmente, indica, se debe mantener un sesgo completamente neutral hacia delante.

En suma, su voto es por subir la Tasa de Política Monetaria a 6%.

El Consejero señor Manuel Marfán agradece el análisis del staff.

Menciona el señor Consejero que en el ámbito externo esta vez no hubo sorpresas significativas en los principales precios de *commodities*, salvo marginalmente en los granos. Comenta que tampoco las paridades internacionales mostraron las fluctuaciones de los meses previos. Señala que lo más relevante, sin duda, es la mayor preocupación internacional acerca de los alcances de la crisis *subprime* especialmente en los Estados Unidos. Indica que las consecuencias financieras sobre el ciclo económico de los Estados Unidos y su eventual propagación y sobre-reacción de política, son todavía una incógnita, pero la percepción es que serán más profundas y prolongadas de lo que se preveía.

Comenta el señor Consejero que la economía chilena está en una posición particularmente sólida para enfrentar turbulencias financieras externas y el mercado internacional sigue distinguiéndonos con relativos bajos premios por riesgo respecto de otras economías emergentes.

En el ámbito interno señala el señor Consejero, las cifras preliminares del tercer trimestre confirman el menor dinamismo del crecimiento, y las proyecciones para el cuarto trimestre implican un cierre del año claramente dentro del rango proyectado en el último *IPoM*, pero en la parte inferior del mismo. Agrega que también las cifras del tercer trimestre muestran algún menor dinamismo de la demanda agregada, pero claramente menor que el que se preveía. Por su parte, el consumo privado, si bien crece menos que en el primer semestre, registra una diferencia significativamente menor que la que se esperaba hace un mes atrás.

Respecto a la inflación, señala el Consejero señor Marfán que el registro de noviembre volvió a mostrar una sorpresa asociada a un *shock* de oferta que en el escenario más probable debiera revertirse. Frente a la sorpresa del *shock* de oferta, la actitud ha sido hasta ahora de cautela; la preocupación para efectos de decisiones de política se ha centrado en eventuales efectos de segunda vuelta y posibles consecuencias sobre las expectativas de la inflación de mediano plazo. Al respecto, la evidencia muestra que hasta ahora los efectos de rezago no son superiores a los históricos, lo que confirma la hipótesis contenida normalmente en los escenarios base de proyección. Sin embargo, comenta, los indicadores de expectativas de inflación de mediano plazo, especialmente la compensación inflacionaria de los contratos financieros, han mostrado algún movimiento reciente. Agrega que no es posible todavía desentrañar si ese aumento se debe a expectativas más elevadas, o bien, a una prima de riesgo de inflación más alta.

Comenta el señor Consejero que las implicancias de política de uno y otro caso son distintas, pero en las actuales circunstancias, el Banco Central de Chile no puede permitir un desanclaje de expectativas y, por esa razón, que considera suficientemente poderosa, vota en esta ocasión por un aumento de 25 puntos base en la Tasa de Política Monetaria, pero dado



que se basa en un problema de anclaje de expectativas, el comunicado deberá reflejar que es ésta y no otra la razón de la decisión, si es que resulta ser mayoritaria.

Una explicación clara permitirá al mercado descifrar que esta decisión no implica un sesgo particular respecto de futuras decisiones y que, de ajustarse las expectativas, perfectamente podría revertirse en un plazo breve.

Señala el señor Consejero que desea añadir algunas observaciones. Primero, quiere hacer suyo el planteamiento que hizo el Gerente de Mercados Financieros Nacionales, señor Beltrán De Ramón, y lo quiere incorporar a su voto, especialmente porque lo identifica el énfasis en la forma de leer el tema de expectativas de inflación.

En segundo lugar, menciona que se está ad portas de presentar al Senado el próximo Informe de Política Monetaria y estima que allí se debiera ser especialmente claros respecto de cuáles son las implicancias para efectos de la *yield curve* y el empinamiento de la curva de Tasa de Política Monetaria cuando la fuente para las decisiones de Política Monetaria es un cierre de brechas, o que hay temor de un alza de expectativas, porque en ese caso es muy distinta la historia hacia delante que se puede contar. Por último, agrega el señor Marfán, que la función que al Consejo del Banco Central de Chile le compete, no tiene como objetivo metas cambiarias, pero no por ello es posible despreocuparse de las consecuencias que tiene sobre el tipo de cambio las decisiones que se tomen. A su juicio, cuando el riesgo que se enfrenta es de desanclaje de expectativas, es mejor actuar antes y preventivamente, porque de no hacerlo, el costo de tener que actuar más adelante significa mayores consecuencias, mayor volatilidad y probablemente, mayor desalineamiento sobre los precios relativos. En este sentido, agrega el señor Marfán, no le parece que una decisión de aumentar la Tasa de Política Monetaria en esta oportunidad, implique un efecto sobre el tipo de cambio de largo plazo.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux comienza agradeciendo el trabajo de la Gerencia de División Estudios.

Indica el señor Vicepresidente que en la última Reunión de Política Monetaria el comunicado planteó que la trayectoria futura de la Tasa de Política Monetaria dependería de la evolución que presentaran variables como el escenario internacional, por una parte, las brechas de capacidad y la evidencia en materia de propagación de los recientes *shocks* inflacionarios a otros precios y expectativas. Comenta que los desarrollos recientes en el plano internacional dan cuenta de un cuadro menos favorable de lo esperado, donde la probabilidad de una recesión en los Estados Unidos de América se ha elevado y la incertidumbre futura en materia de actividad y solidez del sistema financiero del mundo desarrollado se ha incrementado, lo que se traducirá, tarde o temprano, en un menor impulso externo para la economía chilena. Por otra parte, menciona el señor Vicepresidente, la evolución de la actividad en el plano interno en el tercer trimestre, da cuenta de una desaceleración que va más allá de los efectos observados en los sectores de recursos naturales, con lo cual las brechas de capacidad se habrían ampliado en dicho periodo. Indica que la evaluación del mercado laboral también apunta en la misma dirección. Por su parte, señala que es en este plano de creciente incertidumbre externa y brechas de capacidad que se ensanchan, que tiene lugar la sorpresa inflacionaria del mes de noviembre. Indica que nuevamente esta sorpresa obedeció esencialmente a factores específicos asociados a *shocks* de bienes perecibles y alzas de tarifas eléctricas. Al respecto, se podría agregar que las remuneraciones, si bien incrementaron su variación anual, observaron incrementos que no difieren mayormente de las cláusulas habituales de indexación, e incluso redujeron su velocidad de expansión en el margen.



Agrega el señor Vicepresidente que todos estos antecedentes avalan la percepción que se está enfrentando un *shock* de oferta en un marco de deterioro en el escenario internacional, y holguras de capacidad que se amplían en el plano interno, lo cual debiera inclinar la decisión del día de hoy, hacia la mantención de la tasa de política monetaria en espera de mayor información.

Sin embargo, señala el señor Vicepresidente que al igual que quienes le precedieron, estima que hay desarrollos y riesgos importantes que considerar, los cuales, en su opinión, inclinan la balanza en la dirección de aumentar la Tasa de Política Monetaria en el día de hoy. En primer lugar, menciona, que la elevada inflación anual que ha acumulado el país ha aumentado el riesgo de persistencia y propagación del *shock* inflacionario. Añade que todos los indicadores de tendencia inflacionaria que utiliza el Banco Central de Chile se han incrementado y a ello se agrega el hecho que la inflación de los servicios, cuya persistencia sabemos es mayor, se ha incrementado.

En segundo lugar, comenta que la Tasa de Política Monetaria se encuentra aún por debajo de diversas mediciones de la Tasa Neutral de Interés, con lo cual la Política Monetaria mantiene un sesgo expansivo.

En tercer lugar, a esto se agrega el hecho que los componentes más permanentes de la demanda interna, en especial el consumo, han mostrado un crecimiento elevado, revirtiendo la reducida expansión de septiembre y ello mientras la inversión mantiene su dinamismo. Indica que si bien, hasta ahora no se tiene evidencia de efectos de segunda vuelta, y las mediciones de expectativas de inflación se encuentran ancladas en torno a 3% a mediano plazo, el riesgo de que las actuales presiones inflacionarias comiencen a propagarse a otros precios o puedan desanclar las expectativas de inflación en el futuro, debe tomarse con mucha seriedad.

Agrega el señor Vicepresidente que desde esa perspectiva y considerando que la Tasa de Política Monetaria se encuentra aún en niveles considerados expansivos, un ajuste preventivo en esta ocasión, es la decisión más apropiada. Ello permitirá reafirmar el compromiso del Banco Central de Chile con la meta inflacionaria y así cautelar el capital de credibilidad que ha acumulado esta Institución.

Comenta el señor Desormeaux que sin duda el riesgo de esta decisión es que la evolución del escenario internacional pueda originar una desaceleración de la actividad en el plano interno, que requiera una reversión de la política monetaria en el futuro. Sin embargo, no cree que este riesgo contrapesa el de una mayor propagación de la inflación. En las palabras del Consejero Marshall, el riesgo de actuar hoy es menor que el riesgo de esperar. Por último, señala el señor Vicepresidente, el mercado espera la mantención de la Tasa de Política Monetaria para la Reunión de hoy, pero proyecta también un alza de ésta en 25 puntos base para el primer trimestre del próximo año. De este modo, un aumento de 25 puntos base en el día de hoy constituye meramente un adelantamiento de la decisión prevista para el primer trimestre de 2008 y, por lo tanto, no debiera tener un impacto mayor en el mercado financiero.

Por todo lo anterior, el señor Vicepresidente se inclina por un aumento de 25 puntos base, a 6%, en el día de hoy y comparte también la opción que varios han expresado, por un comunicado con un sesgo neutral.

4



El señor Presidente agradece al staff y recalca lo difícil que es la situación en que se encuentran.

Menciona que en el último mes se ha recibido un conjunto de noticias significativas, tanto del ámbito externo como interno, y de variadas implicancias sobre la Política Monetaria. Como ya se ha señalado y se discutiera esta mañana en varias intervenciones, el escenario externo se ha deteriorado. Menciona que aunque aún es un escenario benigno, el deterioro de las perspectivas de crecimiento mundial, así como la persistencia de desarrollos negativos en los mercados financieros, han aumentado de manera importante los riesgos negativos. Añade que aún cuando el esquema de políticas macroeconómicas provee una buena línea de defensa para absorber adecuadamente los *shocks* externos, no se pueden despreciar las potenciales repercusiones sobre la economía nacional.

En el ámbito de actividad, indica, las noticias recientes muestran que la economía está creciendo menos de lo esperado, y si bien la demanda sigue creciendo de manera importante, no se puede descartar que en los meses siguientes las holguras de capacidad aumenten. Aunque las noticias están aún dentro de rangos esperables, señala que en especial, dado que parte de la desaceleración se concentra en algunos sectores específicos, hay riesgos de una desaceleración más persistente y significativa.

Sin embargo, señala el señor Presidente, la sorpresa inflacionaria del último mes es, a su juicio, el principal riesgo que se enfrenta en la actual coyuntura. Los aumentos de la inflación subyacente, que si bien se espera se disipen a lo largo del próximo año, en particular hacia el segundo semestre, llama la atención sobre los riesgos de filtración de los *shocks* inflacionarios a otros precios, generando indeseados efectos de segunda vuelta y sobre expectativas.

En ese escenario, agrega el señor Presidente, la decisión de hoy día es particularmente compleja, pues los riesgos y novedades tienen diferentes implicancias sobre la política monetaria. Por lo tanto, el juicio que lleve a tomar la decisión de Tasa de Interés hoy día, debería ponderar las señales mixtas que se observan sobre las perspectivas inflacionarias. Agrega que se ha enfrentado esta situación antes, con una combinación de *shocks* inflacionarios con noticias negativas de actividad, pero en esta oportunidad los riesgos son particularmente altos.

Menciona que hay razones de peso que sugerirían cautela. En particular por las implicancias de un escenario de menor dinamismo de la actividad sobre la evolución futura de la inflación. No obstante, a su juicio el hecho de primera importancia es que la inflación, así como la mayoría de las mediciones de inflación subyacente, son elevadas, y hay riesgo de traspasos muy nocivos para el adecuado cumplimiento de la meta en el horizonte de política. Agrega que aún ese no es el caso, en particular dado que la evolución de los costos laborales unitarios se encuentra dentro de rangos coherentes con la convergencia de la inflación a 3% en un plazo de dos años, pero se debe mitigar el riesgo con la política monetaria.

Indica el Presidente señor De Gregorio, que en los meses venideros se debe ser particularmente cuidadosos en evaluar el impacto de la evolución de la inflación y de los costos, así como la evolución de la actividad, los cuales pueden tener implicancias contrapuestas sobre el curso de la política monetaria necesario para cumplir con la meta.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 116
Política Monetaria
13.12.2007 35.-

Agrega finalmente que, dado que en su opinión el mayor riesgo hoy día es que la inflación se propague más allá de lo razonable, cree que se justifica un alza de la tasa de interés de 25 puntos base. Si la economía estuviera en una senda de dinamismo como el que se preveía unos meses atrás, se podría pensar en un alza mayor, o en un sesgo hacia alzas de tasas futuras. En caso de esperar, se tiene el riesgo que, en el escenario más probable, haya que subir la tasa en el futuro y en caso que el panorama inflacionario se deteriore, puede ser necesario hacer un ajuste bastante más severo y costoso en el futuro. Pero, ese no es el caso y por ello le parece adecuada un alza de solo 25 puntos base y un comunicado sin sesgo, el cual provea la suficiente flexibilidad sobre el curso de la política monetaria orientado a cumplir con la meta de inflación.

Por tanto, el Presidente señor José De Gregorio señala que por unanimidad, el Consejo acuerda subir la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base a 6% anual.

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

116-01-071213 – Tasa de Política Monetaria.

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

Comunicado

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

Esta decisión es necesaria para reducir los riesgos de propagación de la mayor inflación actual hacia costos y expectativas, de manera de asegurar que la inflación converja a 3% anual en el horizonte de política.

En el ámbito externo, los problemas y riesgos asociados a la crisis *subprime* se han intensificado y se prevé un menor dinamismo de las economías industrializadas. En otro plano, el precio del petróleo, si bien continúa elevado, disminuyó respecto de los altos niveles alcanzados hace un mes, mientras que el del cobre y los de varios productos alimenticios siguen altos, todos por encima de lo proyectado. Lo anterior configura un panorama externo relevante para la economía chilena que, aunque se mantiene positivo, presenta mayores riesgos de un escenario adverso.

En lo interno, la información disponible apunta a que el crecimiento de la actividad en el segundo semestre será menor que el proyectado en el último *Informe de Política Monetaria*, situación que va más allá del desempeño de algunos sectores específicos. Sin embargo, por el lado de la demanda interna, tanto el consumo como la inversión se mantienen dinámicos. El empleo asalariado sigue creciendo, aunque a tasas más reducidas, y las condiciones financieras internas no muestran cambios relevantes.

4

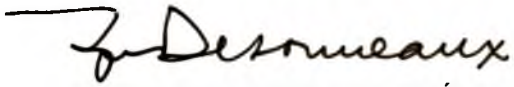


BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 116
Política Monetaria
13.12.2007 36.-

El Consejo estima oportuno señalar que la trayectoria futura de la TPM dependerá de la nueva información que se acumule y de sus implicancias sobre la inflación proyectada. De particular importancia para esto será el desarrollo del escenario internacional, la evolución de las brechas de capacidad y la eventual propagación de los recientes *shocks* inflacionarios a otros precios.”

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 18.00 horas.



JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Vicepresidente



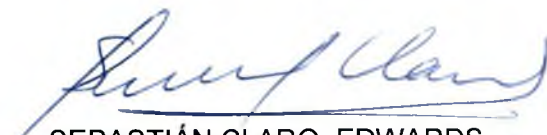
JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Presidente



ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero



MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero



SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero



ANDRÉS VELASCO BRAÑES
Ministro de Hacienda



JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDIVAR
Ministro de Fe (S)

hp